

**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN  
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, SOCIALES ET POLITIQUES  
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT**

**Difficulté d'évaluation de la cible  
et rendements anormaux des acquéreurs  
à l'annonce de fusions et acquisitions**

**Giorgio A. TESOLIN**

Thèse présentée en vue de l'obtention du grade  
de docteur en sciences économiques et de gestion

Promoteur : Professeur **Nihat AKTAS**, UCL et EM Lyon

Commission doctorale :

Prof. Per AGRELL, UCL  
Prof. Eric de BODT, Univ. Lille 2  
Prof. Sébastien DEREPPER, Univ. Lille 2  
Prof. Yves DE RONGÉ, UCL  
Prof. Michel LEVASSEUR, Univ. Lille 2

mars 2010



Un professore, arrivato alla fine della sua lunga carriera, diceva ai suoi studenti :  
'Studiate, studiate, studiate!... e sarete mediocri.'

Poi aggiunse: 'Amate, amate, amate!... e sarete grandi.'

N. TOMMASEO (1802-1874), *Della bellezza educatrice – Pensieri.*

A Maria, nostra Madre,  
a Papà,  
a Claudio e Huguette.



## Avant-propos

Une recherche est rarement le fruit du travail individuel d'une seule personne, *a fortiori* lorsqu'on rejoint après plus de vingt-deux ans et beaucoup d'engagements divers la Faculté qu'on avait quittée. Cette étude a été rendue possible grâce aux conseils, aux encouragements, aux partages de savoirs et d'expériences d'un grand nombre. S'il m'est impossible de les nommer tous, qu'ils soient cependant tous ici remerciés.

Ma reconnaissance va d'abord à mon promoteur, le Professeur Nihat Aktas. Indéfectiblement, il m'a guidé depuis le début de cette entreprise par ses conseils éclairés ; il m'a soutenu dans les moments plus difficiles du long cheminement que constitue la production d'une thèse. Au Professeur Eric de Bodt va également ma gratitude. A l'origine, il m'a accompagné en cotutelle avec Lille-2 et il a poursuivi notre collaboration jusqu'au bout par sympathie, après m'avoir fourni l'accès aux bases de données indispensables à l'élaboration de cette recherche. Je remercie le Professeur Per Agrell qui, lors de mon retour à l'Université, au tout premier jour de mon inscription, m'a accueilli et orienté dans le programme d'étude. Merci aux Professeurs Yves De Rongé et Michel Levasseur pour leur disponibilité et pour la confiance qu'ils m'ont accordée. Merci au Professeur Sébastien Dereeper qui, sans me connaître, a généreusement accepté de participer à la Commission doctorale.

Je souhaite également remercier tous les professeurs et les collègues du Département *Accounting and Finance* pour les rencontres et les échanges réguliers qui m'ont confirmé dans ma recherche et soutenu jour après jour. Tout d'abord, Olivier Vercruysse qui m'a spontanément ouvert son bureau pour que je puisse y travailler à l'aise et dans la bonne humeur, m'introduisant ainsi dans cet honorable Institut, devenu depuis Ecole. Merci en particulier aux Professeurs Philippe Grégoire, Armin

Schwienbacher, Gerrit Sarens, Paul Vanzeveren, Karine Cerrada, Jean-Paul Couvreur, Catherine Dendauw, sans oublier les regrettés Aimable Quintart et Louis Dubois. Et parmi mes collègues, anciens et nouveaux, à Hervé Van Oppens, Stéphane Nassaut, Louis Ndikumana, Jérôme Barbarin, Arlène Derbaix, Walid Ben Omrane, Jonathan Hermosilla Cortés, Tanguy de Launois, Olivier Giacomini, Vassilis Samaras, Savina Princen, Ilham Riachi, Gaël Imad Eddine et Yannick de Harlez.

Au sein de la LSM, tous les Départements sont unis les uns aux autres pour favoriser l'épanouissement d'une culture de recherche 'maison' et les apports 'transversaux'. C'est pourquoi je voudrais aussi saluer avec reconnaissance les Professeurs du Département *Marketing* Valérie Swaen, Anne-Cécile Jeandrain et Paul Pellemans, les Professeurs du Département *Strategy and Organisation* Régis Coeurderoy et Paul Belleflamme, ainsi que les Professeurs du Département *Operations and Information* Marco Saerens et 'last but not least' François Fouss, ancien collègue et maintenant Professeur aux FUCaM (Académie-Louvain), qui a dépoussiéré ma mémoire dans le domaine de l'utilisation des outils informatiques d'analyse statistique. A ce propos, j'en profite pour y associer Jean-Gabriel Cousin, de Lille-2, pour la contribution précieuse qu'il m'a offerte par son expertise dans le domaine du traitement des données des F&A.

Sans la bienveillance et la collaboration discrète des services administratifs et informatiques, ce travail n'aurait pas non plus été réalisable. Aussi, j'exprime ma reconnaissance à toutes et à tous, et en particulier à Mesdames Dominique Warte, Marie Dotremont, Anne Desart, Jacqueline Geraerts, Françoise Sacré, Dominique Arnould, Christine Devlesaver, Astrid Kontzler, Lucy Cardols, Marie-Claire Wadin et Monsieur Eric Nicolay.

Enfin, un tout grand merci à toute ma famille, à tous mes amis et à l'Evêque de mon diocèse, S. Exc. Monseigneur G. Harpigny, pour la patience qu'ils ont eu à mon égard durant tout ce temps ; pour leur dévouement et leur appui généreux, je leur suis profondément reconnaissant.

Louvain-la-Neuve, le 2 février 2010,  
en la fête de l'Alma Mater.

## SOMMAIRE

<i>Avant-propos</i> .....	v
<b>SOMMAIRE</b> .....	vii
<i>Introduction</i> .....	1
<b>Chap. 1. Cadre général des fusions et acquisitions : leur raison d'être</b> .....	13
<b>1.1. Approche microéconomique : Théories d'évaluation des effets des F&amp;A</b> .....	13
1.1.1. La croissance des entreprises : une question de choix .....	13
1.1.2. Théories des F&A vues comme décisions créatrices de valeur .....	16
1.1.3. Théories des F&A vues comme décisions destructrices de valeur.....	18
1.1.4. Théorie des F&A vues comme décisions neutres quant à la valeur .....	20
<b>1.2. Approche macroéconomique : Evolution historique liée aux conditions des opérations de F&amp;A</b> .....	21
1.2.1. Les forces de changement .....	22
1.2.2. Les grandes vagues historiques.....	24
1.2.3. La situation actuelle .....	30
<b>1.3. Conclusion</b> .....	38
<b>Chap. 2. Déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs lors d'annonces de F&amp;A</b> .....	41
<b>2.1. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés aux caractéristiques de l'opération</b> .....	43
2.1.1. Le mode de paiement .....	44
2.1.2. Les programmes d'acquisitions .....	49
2.1.3. La concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels .....	53
2.1.4. Le caractère amical ou hostile de l'opération.....	55
2.1.5. La taille relative de l'opération, de l'acquéreur et de la cible .....	57
<b>2.2. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés à leurs propres caractéristiques</b> .....	60
2.2.1. La présomption des dirigeants .....	60
2.2.2. La qualité de la gouvernance .....	65
2.2.3. La part de propriété des dirigeants.....	69
<b>2.3. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés aux caractéristiques de la cible</b> .....	73
2.3.1. La proximité sectorielle de la cible .....	73
2.3.2. La proximité géographique de la cible.....	77

2.3.3. Le statut public ou privé de la cible .....	80
<b>2.4. Conclusion .....</b>	<b>88</b>
<b><i>Chap. 3. La difficulté d'évaluation de la cible comme variable explicative complémentaire.....</i></b>	<b>91</b>
<b>3.1. L'asymétrie d'information.....</b>	<b>94</b>
3.1.1. Approche théorique de l'asymétrie d'information .....	94
3.1.2. Apport des études empiriques .....	96
3.1.3. L'asymétrie d'information au second degré.....	103
<b>3.2. Notre étude empirique.....</b>	<b>106</b>
3.2.1. Modélisation .....	106
3.2.2. Méthodologie .....	111
3.2.3. Description de l'échantillon et des variables.....	115
3.2.4. Présentation des résultats .....	129
<b>3.3. Conclusion .....</b>	<b>135</b>
<b><i>Conclusion générale .....</i></b>	<b>137</b>
<b><i>Références bibliographiques .....</i></b>	<b>143</b>
<b><i>Annexe 1 Table de définition des variables .....</i></b>	<b>163</b>

Oh ! que c'est doux et mol chevet, et sain que l'ignorance et l'insécurité, à reposer une tête bien faite !

M.MONTAIGNE (1533-1592), *Essais*

L'ignorance et l'insécurité sont deux oreillers fort doux, mais, pour les trouver tels, il faut avoir la tête aussi bien faite que Montaigne.

D.DIDEROT (1713-1784), *Pensées Philosophiques*

## Introduction

L'étude que nous présentons ici a pour objectif de préciser les déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs lors d'annonces d'opérations de fusions et d'acquisitions (F&A). Il s'agit en particulier de vérifier si le fait pour les acquéreurs et le marché d'être confrontés à des difficultés d'évaluation des cibles n'est pas en soi un facteur déterminant des rendements anormaux cumulés des acquéreurs à l'annonce.

Partant du constat premier de Jensen et Ruback (1983) que lors de ces annonces, en moyenne, les acquéreurs n'enregistrent pas de rendements anormaux ou même enregistrent de légèrement négatifs, nous avons voulu approfondir la recherche pour révéler ce que la moyenne pouvait cacher et découvrir d'éventuels sous-échantillons qui se démarquent de la règle générale énoncée par les auteurs sur base de leurs observations. La littérature récente tente précisément de dégager progressivement des déterminants économiques en analysant la dispersion en coupe transversale des rendements anormaux des acquéreurs et en isolant de cette façon des opérations de F&A créatrices ou destructrices de valeur pour les acquéreurs. C'est dans cette ligne que se situe notre recherche.

Mais avant d'exposer la structure de l'étude, il n'est pas inutile d'en rappeler sa **genèse** pour mieux appréhender la démarche suivie.

A la naissance de notre projet figurait d'abord l'interrogation du « *listing effect* » ou comment expliquer l'effet de cotation et la différence d'impact sur les rendements

anormaux des acquéreurs du statut coté ou non coté de la cible. En parcourant les études scientifiques de plus en plus nombreuses consacrées à la question depuis les années '90, nous avons abordé les opérations de F&A en accordant une attention toute particulière aux caractéristiques des cibles. La constatation de la différence significative des rendements anormaux de l'acquéreur à l'annonce selon le statut des cibles mettait en évidence le fait que par rapport aux cibles cotées, les cibles non cotées constituaient une catégorie en soi spécifique. Encore fallait-il comprendre en quoi résidait leur pouvoir d'influencer de manière déterminante les rendements anormaux des acquéreurs. C'est au fil de cet effort de compréhension qu'a lentement pris forme l'hypothèse de la difficulté d'évaluer la cible tant de la part de l'acquéreur que de la part du marché habitué au suivi régulier de l'évolution des chiffres publiés, contrôlés et audités des entreprises cotées. L'hypothèse est que cette difficulté devrait se répercuter inévitablement sur la manière dont l'acquéreur va approcher la cible et devrait donc aussi influencer les modalités de conclusion de l'opération. Si tel est le cas, la façon dont l'annonce de l'événement de F&A va être reçue par le marché devrait elle-même être sensiblement affectée et se traduire dans l'observation des rendements anormaux des acquéreurs.

Dans un premier temps, nous avons donc rassemblé les différentes hypothèses émises pour tenter d'expliquer les rendements anormaux positifs des acquéreurs lorsque la cible est non cotée. Depuis le milieu des années 1990 (Hansen et Lott, 1996), la littérature sur le sujet a commencé à se développer et a pris un essor important ces dernières années, notamment sous l'impulsion d'Officer (2007, 2009). De la théorie de la limite du portefeuille diversifié (Hansen *et al.*, 1996), en passant par la théorie de l'agence et du contrôle des managers (Chang, 1998) et par celle de la prime de liquidité (Fuller, Netter et Stegemoller, 2002), nous aboutissons à la constatation d'un phénomène général qui se vérifie en tout cas sur les deux rives de l'Atlantique et qui reste encore partiellement inexpliqué (Faccio, Mc Connell et Stolin, 2006). Officer (2007) met de plus en évidence le besoin et la disponibilité de liquidité qui conditionnent le prix d'acquisition. Enfin, Officer, Poulsen et Stegemoller (2009) étudient la relation qui existe entre le mode de paiement et les rendements anormaux des acquéreurs. Ils découvrent que le mode de paiement influence les rendements quand la cible est difficile à évaluer, même si la cible est cotée. C'est à l'occasion de l'examen de ces diverses théories explicatives que nous avons approfondi l'aspect de difficulté et de risque inhérent à l'évaluation de la cible en raison de l'asymétrie d'information. Et nous

avons dès lors élargi le champ d'exploration de notre questionnement initial. Sans plus nous arrêter à une catégorie bien spécifique d'entreprises, comme celle des sociétés non cotées par opposition aux sociétés cotées, nous avons entamé une recherche plus large axée sur des caractéristiques qui induisent une évaluation plus aléatoire et donc risquée des cibles. Dépassant donc le statut coté ou non de la cible, nous avons testé ces caractéristiques à partir d'un échantillon de cibles cotées, parce que celles-ci fournissent davantage d'informations exploitables, certaines variables étant indisponibles pour les sociétés non cotées.

Ce cheminement explique la place relativement importante réservée à la question du statut de la cible dans la revue de littérature, alors que cette dimension disparaît presque totalement dans la partie réservée à l'étude empirique.

Le contexte de notre réflexion étant maintenant rappelé dans sa genèse, nous articulons l'étude autour de trois chapitres.

Le **premier chapitre** a pour vocation de définir le cadre général des opérations de F&A et d'expliquer à partir du modèle de Coase (1937) pourquoi des entreprises se lancent dans ce type d'activité de croissance externe. Son modèle gravite autour du dilemme habituellement résumé dans la formule lapidaire : « faire ou faire faire ? ». Dans la détermination d'une réponse adéquate, le décideur tiendra compte des coûts internes et externes, ce que Williamson (1979, 1985) appellera « coûts de transaction », la transaction étant entendue comme acte économique d'échange des biens.

Nous synthétisons ensuite l'approche microéconomique classique centrée sur les effets des F&A, selon que celles-ci sont vues comme des décisions créatrices ou destructrices de valeur, ou encore neutres sur ce plan. La vision positive des F&A repose essentiellement sur l'enjeu des synergies (Lubatkin, 1983 ; Chatterjee, 1986 ; Bradley, Desai et Kim, 1983, 1988) et sur des raisons d'ordre disciplinaire dans le contexte du marché pour le contrôle des entreprises (Marris, 1963 ; Manne, 1965 ; Alchian et Demsetz, 1972). La vision négative est axée sur la théorie de l'agence et de l'enracinement managérial (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986 ; Shleifer et Vishny, 1989). La vision neutre est fondée pour l'essentiel sur la théorie de l'*hubris* conçue par Roll (1986) selon laquelle les F&A peuvent avoir lieu même sans qu'il y ait effet de richesse sur les opérations globales, mais simplement par transfert de richesse d'une partie vers l'autre partie impliquées dans les transactions.

Enfin, après l'approche microéconomique, nous abordons d'un point de vue macroéconomique et de manière plus concrète l'évolution historique des F&A en lien avec leurs conditionnements spatio-temporels. Plutôt que de type comportemental (Shleifer et Vishny, 2003), la perspective adoptée est de type néoclassique qui explique le phénomène des F&A et de leur concentration en vagues par l'intervention conjuguée de forces de changement (Jensen, 1986, 1993 ; Harford, 2005). Fortement ancré dans l'expérience américaine, le rappel historique s'ouvre en finale à la dimension mondiale. A travers les dernières statistiques, l'occasion nous est offerte de prendre conscience de l'importance et du développement du phénomène dans le monde économique actuel. Les données chiffrées récentes révèlent également le retour sur la scène des Etats et des organismes publics au moment où les soubresauts économiques ébranlent la stabilité de pans entiers de la vie socio-économique.

L'approche théorique des effets des F&A adopte, dans le premier chapitre, une perspective globale au niveau de l'ensemble de l'opération. Le **deuxième chapitre** retient quant à lui le point de vue particulier des actionnaires de l'entreprise qui se porte acquéreuse. C'est la question de la création de valeur pour l'actionnaire acquéreur qui retient notre attention. De ce point de vue, nous examinons les principaux déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs tels que les présente la littérature scientifique.

Dans un souci de clarté, nous regroupons ces déterminants en trois grandes catégories qui structurent aussi ce chapitre : ceux que nous pourrions qualifier comme étant liés aux caractéristiques de l'opération, ceux liés aux caractéristiques de l'acquéreur et ceux liés aux caractéristiques de la cible.

La première catégorie comprend le mode de paiement, les programmes d'acquisitions, la concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels, le caractère amical ou hostile de l'opération et enfin la taille relative aussi bien de l'opération que de l'acquéreur et de la cible

Nous abordons l'impact du mode de paiement choisi sur la création de richesse pour l'actionnaire acquéreur à partir des premiers travaux fondamentaux de Travlos (1987), cohérents avec l'hypothèse de « *signalling* » ou du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984). Ces travaux sont confirmés sur une période plus longue par Andrade, Mitchell et Stafford (2001) et dans le contexte européen par Faccio et Masulis (2005). Nous précisons en outre qu'un autre facteur accentue l'effet constaté. De fait,

l'interférence de la technique de l'arbitrage a été mise en lumière notamment par Mitchell, Pulvino et Stafford (2004) pour qui près de la moitié de la réaction négative du cours de l'acquéreur par actions serait attribuable à la pression des ventes à découvert des arbitragistes.

Ensuite, la question des programmes d'acquisitions est posée en partant des conclusions divergentes de Schipper et Thomson (1983) et de Asquith, Bruner et Mullins (1983). Les études plus récentes (Fuller, Netter et Stegemoller, 2002 ; Conn, Cosh, Guest et Hughes, 2004 ; Ahern, 2007 ; Ismail, 2008 ; Croci et Petmezas, 2009 ; Aktas, De Bodt et Roll, 2009) concordent pour constater des rendements anormaux décroissants en faveur des acquéreurs au fur et à mesure de la réalisation de leur programme d'acquisitions. Elles divergent cependant dans les motivations avancées pour expliquer le phénomène.

Comme dans les autres domaines de la vie économique, les F&A connaissent aussi la concurrence du marché : Bradley, Desai et Kim (1988) nous introduisent dans l'étude de la concurrence entre acquéreurs potentiels qui peut peser sur les rendements anormaux des acquéreurs. Servaes (1991) et Schwert (1996) précisent que l'effet de la concurrence s'exerce surtout sur la période qui suit l'annonce. Mais Boone et Mulherin (2008) mettent en évidence la phase cachée des négociations qui échappe la plupart du temps aux données exploitées traditionnellement. En conséquence, pour eux, les études réalisées jusque là sont biaisées parce que l'effet du marché concurrentiel est déjà présent avant toute annonce publique. Leur étude est donc tout à fait originale et n'indique de manière surprenante aucun rapport entre les rendements anormaux des acquéreurs et l'ampleur de la concurrence pour le rachat des cibles.

Après avoir traité de la concurrence entre acquéreurs potentiels, nous nous penchons sur une caractéristique des offres qui n'est d'ailleurs pas vraiment étrangère à la concurrence. C'est l'aspect amical ou hostile des offres. En effet, la concurrence peut naître du fait qu'une première proposition de F&A soit mal accueillie ou tout simplement rejetée par les dirigeants qui cherchent à s'en défendre. Si Servaes (1991) observe que l'approche amicale ou hostile peut exercer une influence sur les rendements anormaux des acquéreurs au moment de l'annonce, Schwert (2000) appelle à la prudence, même s'il confirme les résultats précédents. Entièrement consacrée à la question du caractère hostile des opérations, son étude montre la complexité de cet aspect dans des négociations qui sont rarement tout à fait hostiles ou amicales, qui

peuvent évoluer dans le temps d'un pôle à l'autre et qui dépendent de perceptions et d'attitudes conditionnées par les stratégies adoptées. Comme pour Boone *et al.* (2008), il met à jour une faiblesse inhérente aux bases de données ; cette fois, il ne s'agit plus de l'ignorance de l'aspect privé des négociations, mais bien du mode de classement des données qui est le plus souvent rudimentaire, à savoir du type binaire.

Pour en terminer avec les déterminants liés aux caractéristiques de l'opération, nous nous attachons aux études qui portent sur la taille relative de l'opération, de l'acquéreur et de la cible à partir des études d'Asquith, Bruner et Mullins (1983, 1990), de Roll (1986), Jarrell et Poulsen (1989) et Loderer et Martin (1990). Mais ce sont principalement les résultats de Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) qui retiennent l'attention à propos des hypothèses d'*hubris*, de surévaluation et des *free cash flows* concernant les grandes entreprises.

La présomption des dirigeants, la qualité de la gouvernance et la part de propriété des dirigeants constituent la deuxième catégorie de déterminants que nous considérons comme liés aux caractéristiques des acquéreurs.

En la situant dans son contexte, c'est l'étude fondamentale de Roll (1986) consacrée à l'hypothèse d' *hubris* qui nous sert de base pour comprendre ce concept que nous traduisons par *présomption* ou *sur-confiance* des dirigeants. Après les développements de Hayward et Hambrick (1997), Malmendier et Tate (2005, 2008) vérifient la sur-confiance des dirigeants en rapprochant leur manière de gérer leurs *stock-options* et leur propension à se lancer dans des opérations de F&A.

En lien avec la présomption des dirigeants sur laquelle elle peut avoir barre, nous examinons le rôle de la qualité de la gouvernance à la suite de Masulis, Wang et Xie (2007). Par le recours à des indices de gouvernance inspirés de Gompers, Ishii et Metrick (2003), Bebchuk et Cohen (2005) et Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009), ils montrent que la qualité de la gouvernance est positivement corrélée aux rendements anormaux cumulés des acquéreurs à l'annonce, même si parfois la réalité est plus mitigée (Harford et Li, 2007 ; Aggarwal, 2008 ; Malmendier et Tate, 2009).

Enfin, la part de propriété des dirigeants est le troisième déterminant que nous abordons dans cette catégorie.

Dans le cadre des décisions de F&A, Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1985) avaient déjà vérifié l'alignement progressif des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires

par le biais des participations des dirigeants au capital, avec certains risques (Morck, Shleifer et Vishny, 1988). Shinn (1999) et Datta, Iskandar-Datta et Raman (2001) confirment les premiers résultats de Lewellen *et al.* (1985).

La troisième catégorie de déterminants concerne les caractéristiques de la cible et regroupe la proximité sectorielle, la proximité géographique et le statut de la cible.

Les premiers travaux relatifs à la proximité sectorielle donnent des résultats contradictoires (Schipper et Thomson, 1983 ; Singh et Montgomery, 1987 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1990 ; Matsusaka, 1993).

Hubbard et Palia (1999) expliquent ces différences en fonction des vagues (ce que confirment Akbulut et Matsusaka, 2008) et en se fondant sur l'hypothèse de marché interne de capitaux. Tandis que Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) confirment les résultats de Morck *et al.* (1990) selon lesquels les acquisitions diversifiées induisent des rendements anormaux plus faibles que les F&A non diversifiées, la littérature reste partagée.

Outre la proximité sectorielle de la cible, il est aussi intéressant de considérer la proximité géographique.

La dimension internationale présente en effet un double intérêt parce qu'elle peut, d'une part, modifier l'impact des déterminants habituels des opérations nationales et parce qu'elle peut, d'autre part, offrir des caractéristiques qui lui sont propres.

Les premières études citées examinent le bien-fondé des opérations internationales sans vraiment comparer leurs rendements anormaux cumulés avec les opérations nationales (Doukas et Travlos, 1988 ; Morck et Yeung, 1991 ; Mauzon, Sharp et Travlos, 1994 ; Doukas, 1995). Eckbo et Thorburn (2000) et Moeller et Schlingemann (2005) mesurent des rendements anormaux cumulés supérieurs pour les F&A nationales par rapport aux opérations internationales. Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) observent cependant l'inverse, sauf lorsque les cibles sont privées.

Nous terminons ce chapitre par le statut de la cible qui nous introduit déjà en quelque sorte au chapitre suivant consacré à la difficulté d'évaluation de la cible.

Ainsi que nous le rappelions au début de cette introduction, il s'agit de la caractéristique de la cible qui a longtemps retenu notre attention et qui a inspiré de manière déterminante le sujet de notre recherche. Nous y expliquons tout l'intérêt de ce champ d'exploration.

Le 'listing effect' ou l'effet positif lié au statut non coté de la cible sur le rendement des acquéreurs est éclairé de différentes manières par les diverses théories avancées par Hansen et Lott (1996), Chang (1998), Ang et Kohers (2001), Fuller, Netter et Stegemoller (2002), Officer (2007), Officer, Poulsen et Stegemoller (2009). Chacune de ces propositions qui tentent d'expliquer un phénomène général (Faccio, Mc Connell et Stolin, 2006) est pertinente sans pouvoir prétendre justifier à elle seule l'effet de cotation.

Tous les déterminants ainsi énumérés dans le deuxième chapitre sont des déterminants classiques retenus par la littérature scientifique et dont la plupart seront exploités comme variables de contrôle dans l'étude empirique du dernier chapitre que nous détaillons à présent.

Le **troisième chapitre** propose une variable explicative complémentaire aux rendements anormaux des acquéreurs lors d'annonces de F&A : le risque de valorisation de la cible lié à la difficulté d'évaluer correctement celle-ci en raison de certaines circonstances que nous tentons de définir et de tester.

Il s'ouvre par l'approche théorique de l'asymétrie d'information, suivie des apports des études empiriques sur le sujet. Et avant d'aborder notre propre étude empirique, nous apportons une précision conceptuelle préalable pour compléter le raisonnement à propos de l'asymétrie d'information.

L'approche théorique de l'asymétrie d'information est fondée sur les travaux de Hansen (1987), Fishman (1988, 1989) et Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990).

Nous examinons ensuite les apports des études empiriques qui exploitent cette approche théorique et qui influencent plus directement notre recherche, surtout dans le choix des variables utilisées comme révélatrices d'asymétrie d'information.

Ainsi, Coff (1999) étudie la manière dont les acquéreurs affrontent l'asymétrie d'information lorsque les cibles sont des sociétés d'experts. Datar, Frankel et Wolfson (2001), Shen et Reuer (2005) et Officer *et al.* (2009) sont attentifs à différentes caractéristiques de la cible qui renforcent l'asymétrie d'information et ils observent leur influence sur le mode de paiement et les rendements anormaux cumulés des acquéreurs.

L'étude de Officer *et al.* (2009) et celle de Song et Walkling (2008) nous permettent de mettre en évidence l'asymétrie d'information à laquelle doit faire face non seulement

l'acquéreur, mais encore le marché lui-même extérieur à l'opération de F&A annoncée. C'est ce que nous appelons l'asymétrie d'information au second degré.

Nous présentons alors en finale notre étude empirique, introduite par une modélisation et un rappel méthodologique.

La modélisation a pour but de synthétiser et de formaliser le raisonnement qui sous-tend notre hypothèse. Elle montre la relation qui existe entre l'offre de l'acquéreur, son aversion au risque et le risque d'évaluation de la cible.

Si nous décomposons notre intuition, nous devons d'abord admettre que le risque d'évaluation de la cible influence le comportement de l'acquéreur pour autant que celui-ci soit sensible au risque. L'hypothèse fondamentale préalable est donc l'aversion au risque de la part de l'acquéreur. Une fois posée cette aversion, il convient de vérifier l'impact du risque d'évaluation sur le comportement de l'acquéreur. Le comportement observable de l'acquéreur que nous pouvons retenir est l'offre qu'il présente publiquement à la cible et qui vient à la connaissance du marché. Le modèle doit vérifier qu'il est raisonnable de croire que cette offre est la résultante de l'évaluation de la cible et de son risque. Confronté à une difficulté d'évaluer la cible, l'acquéreur averse au risque fera preuve d'une prudence accrue. Celle-ci se traduit alors par une offre moins agressive et plus faible. En conséquence, une offre plus faible devrait entraîner l'observation de rendements anormaux cumulés plus élevés à l'annonce. L'hypothèse à vérifier est donc que la difficulté d'évaluer la cible détermine positivement à l'annonce de F&A les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur averse au risque.

Le rappel méthodologique qui suit est relatif à la méthode classique des études d'événements utilisée pour le calcul de notre variable dépendante. Il nous conduit à la description de l'échantillon utilisé et nous aide à mieux comprendre sa construction, notamment le calcul de la variable dépendante.

L'échantillon de départ est constitué de 25.844 opérations de F&A conclues par des acquéreurs américains entre 1990 et 2002, qui reproduit en partie l'échantillon de Moeller, Schlingemann et Stulz (2005). Nous vérifions l'effet de cotation ou l'impact du statut de la cible sur les rendements anormaux des acquéreurs à partir de cet échantillon, avant de le réduire aux seules opérations entre sociétés cotées. En fonction des variables explicatives retenues et des données manquantes, notre échantillon pour la suite de l'étude comporte 1189 opérations entre sociétés cotées américaines.

La variable dépendante est le rendement anormal cumulé de l'acquéreur sur 11 jours (-5, +5) autour de la date d'annonce. L'analyse de régression multivariée utilise cinq variables indépendantes de contrôle que nous retenons du deuxième chapitre : le nombre d'offrants, l'attitude amicale ou hostile, le mode de paiement, la proximité sectorielle et la taille relative de l'opération. Dix régressions sont effectuées avec les dix variables indépendantes retenues comme autant d'indices d'asymétrie d'information.

Ces dix variables toutes relatives à la cible sont définies et justifiées en les groupant en trois catégories : trois relatives à la difficulté d'évaluation en raison de la nature même des actifs de la cible, six relatives à la difficulté d'évaluer l'activité de la cible et une relative à l'activité de F&A dans le secteur de la cible.

Dans le premier groupe, les variables relatives à la difficulté d'évaluation due à la nature même des actifs de la cibles sont la part des immobilisations incorporelles, des dépenses de recherche et développement et une estimation de l'importance du capital humain (Shen et Reuer, 2005 ; Cain, Denis et Denis, 2006 ; Officer *et al.*, 2009).

Le deuxième groupe est constitué de six variables traduisant l'incertitude relative à l'activité de la cible comme la variance des rendements anormaux de la cible sur la période précédant l'opération (Cain *et al.*, 2006 ; Officer *et al.*, 2009), les révisions des prévisions de bénéfices fournies par les analystes (Moeller, Schlingemann et Stulz, 2007 ; Finnerty et Yan, 2009 ; Chemmanur, Paeglis et Simonyan, 2009), la variation des cash-flows et des chiffres d'affaires de la cible.

Le troisième groupe ne comprend qu'une variable reflétant l'activité de F&A dans le secteur de la cible (Datar, Frankel et Wolfson, 2001 ; Officer *et al.*, 2009).

Les résultats de l'analyse multivariée permettent de conclure que notre hypothèse est soutenue par la pertinence des variables relatives à l'importance des investissements en recherche et développement, à la variance idiosyncratique et au fait pour la cible de ne pas être l'objet d'un suivi de la part des analystes. Sans pour autant rejeter les autres variables explicatives, celles-là induisent une plus grande difficulté d'évaluation de la cible de la part des acquéreurs et des rendements anormaux cumulés plus importants en leur faveur.

Les résultats sont présentés en fonction des actifs de la cible, de l'activité des cibles et des F&A dans leur secteur et du suivi des analystes.

Plus précisément, nous observons une relation positive entre les investissements en recherche et développement et les rendements anormaux cumulés ; l'influence du capital humain et de la part d'actifs incorporels n'a pu être vérifiée de manière significative.

L'activité des cibles ne se révèle significative qu'à travers la variance idiosyncratique, tandis que les coefficients de toutes les autres variables d'activité ne sont pas significatifs. L'activité de F&A dans le secteur de la cible sur 6, 12, 18, 24, 30, 36 mois avant la date d'annonce a été testée sans succès.

Le suivi ou non d'une cible par des analystes financiers confirme également notre hypothèse : la cible suivie par les analystes présente moins de risque d'évaluation, ce qui induit des rendements anormaux cumulés plus faibles pour l'acquéreur. Les révisions de prévisions des bénéfices par action n'exercent pas d'influence significative sur les rendements des acquéreurs.

Dans l'ensemble, nous pouvons dire que les résultats soutiennent favorablement notre hypothèse, à l'exclusion de ce qui concerne le capital humain et les actifs incorporels, mais il s'agit de deux variables difficiles à identifier avec précision à partir des données dont nous disposons, ce que confirment d'ailleurs Officer *et al.* (2009).



## **Chap. 1. Cadre général des fusions et acquisitions : leur raison d'être**

L'objectif de ce chapitre est double : d'une part, il s'agit de présenter une synthèse des motivations et des théories sous-jacentes aux décisions de fusions et acquisitions (F&A) ; la première section est ainsi consacrée à l'approche microéconomique. Les courants qui analysent les motivations des F&A y sont classés, selon les effets escomptés, en trois grandes catégories. D'autre part, comme ces décisions dépendent très fortement du stade de développement de l'entreprise et des conditions internes et externes qui l'influencent, la seconde section est dédiée à l'approche macroéconomique. Elle retrace brièvement l'évolution historique du phénomène des F&A jusqu'à nos jours, mettant en évidence le rôle des forces de changement dans l'environnement des entreprises.

### **1.1. Approche microéconomique : Théories d'évaluation des effets des F&A**

#### **1.1.1. La croissance des entreprises : une question de choix**

Parler de fusions et d'acquisitions (F&A), c'est bien entendu parler de la croissance des entreprises. Celle-ci est le fruit de l'accumulation des investissements réalisés au

cours du temps. Les ressources financières à la disposition d'une entreprise peuvent être orientées soit vers un développement interne (développement de nouveaux produits, mise en place de nouveaux circuits de distribution, rationalisation des équipements existants,...), soit vers des déploiements externes (fusions et acquisitions, joint-ventures, alliances stratégiques, rachats d'actifs appartenant à d'autres entreprises,...).

Le choix entre croissance interne et croissance externe constitue une des problématiques essentielles de la décision d'investissement. Il s'agit pour l'entreprise d'un choix stratégique de première importance, qui détermine bien souvent la vitesse de son développement. Notre étude porte sur les conséquences du choix de croissance externe par décision de F&A.

On distingue traditionnellement trois types d'opérations de F&A : les F&A horizontales, verticales et conglomérales qui caractérisent chacune historiquement les trois premières grandes vagues de consolidation depuis le début du XXe siècle, comme nous le verrons dans la seconde section de ce chapitre. Les premières visent des rapprochements entre concurrents actifs sur un même marché (par ex., PSA Peugeot-Citroën). Les F&A verticales impliquent quant à elles des rapprochements entre entreprises intervenant à différents stades du processus de production sur un marché (par ex., Sony s'est intégrée verticalement dans le marché du divertissement en achetant la société CBS Records pour s'assurer un approvisionnement en logiciels pour ses futures plates-formes). Enfin, les F&A conglomérales sont réalisées entre entreprises sans relation de rivalité directe et dont l'objectif est la constitution de groupes diversifiés tant géographiquement qu'en terme de portefeuille de produits (par ex., la fusion Moët Hennessy-Louis Vuitton a conduit à la création du groupe LVMH, ainsi les deux sociétés ont étoffé leur portefeuille de produits de luxe en ajoutant les vins et spiritueux à la mode et maroquinerie).

Le défi majeur que les décideurs ont à relever est d'évaluer *ex ante* avec précision les coûts, les économies et les gains que les F&A engendreront *ex post* ; ce n'est qu'ainsi qu'ils pourront juger si les projets de F&A sont bien des investissements à valeur actuelle nette (VAN) positive. Nous percevons aisément la difficulté : comment mesurer aujourd'hui les synergies futures qui dépendent de tant d'impondérables ou quantifier les conséquences dues à la modification espérée du pouvoir de marché<sup>1</sup> ? L'avenir comporte toujours une dimension de risque avec son potentiel d'erreurs

---

<sup>1</sup> Voir à ce propos Damodaran (2005).

d'anticipation. Au-delà même de cette difficulté inhérente à la prise de décision dans l'incertitude, différentes théories ont progressivement vu le jour afin d'appréhender les motivations sous-jacentes de ces opérations en tenant compte du contexte décisionnel.

Un des premiers auteurs à avoir mené une réflexion théorique susceptible d'éclairer le choix entre croissance interne et croissance externe est Ronald Coase. L'étude qu'il publie en 1937 propose un cadre de réflexion préalable à la décision d'intégration verticale (rachat de clients/fournisseurs). Il y développe un modèle apte à guider les décideurs. Il est fondé sur la notion que Williamson (1979, 1985) appellera « coûts de transaction », à savoir tous les coûts liés à l'acte économique d'échange des biens (la transaction). Une société est confrontée à un ensemble de coûts internes, si elle produit elle-même, et externes, si elle recourt à un fournisseur/distributeur, ces derniers coûts étant a priori plus importants. Sans être exhaustif, ces coûts peuvent comprendre les coûts de transport, de vérification de la qualité, de négociation du contrat, auxquels s'ajoutent aussi ceux liés au comportement opportuniste du client/fournisseur. Coase (1937) considère que les décisions relatives à la taille ou aux F&A devraient être déterminées par l'évaluation de tous ces coûts. Selon lui, « *plus grand* » n'est pas nécessairement synonyme de « *plus efficient* » : il appartient aux managers de comparer les coûts avant et après F&A pour se lancer à bon escient dans ce type d'opérations.

Depuis la contribution de Coase (et son extension par Williamson), de multiples courants d'analyse se sont développés.

Il est possible de regrouper les théories des F&A en fonction de leurs effets escomptés, allant de la création de valeur à la destruction de valeur en passant par la neutralité de telles opérations<sup>2</sup>. L'analyse que nous proposons est centrée sur l'entreprise et ses actionnaires. Dans pareil cadre, la création de valeur s'assimile à la plus-value que récoltent les actionnaires lors de l'annonce de l'opération (sur un marché efficient). L'opération sera dite créatrice de valeur lorsque la valeur de marché de la nouvelle entité fusionnée est supérieure à la somme de la valeur des entités indépendantes évaluées avant la fusion<sup>3</sup>. Il convient aussi de noter que les théories présentées ne sont pas mutuellement exclusives ; chacune conduit à une prédiction

---

<sup>2</sup> Weston, Mitchell et Mulherin (2003).

<sup>3</sup> Il est important de souligner que la création de valeur pour les actionnaires ne correspond pas nécessairement à une création de valeur au niveau de l'économie dans son ensemble. En effet, il se peut que la création de valeur pour les actionnaires provienne d'un transfert de richesse des fournisseurs ou des clients/consommateurs suite à l'augmentation du pouvoir de marché de la nouvelle entité à l'issue de la fusion.

précise, mais pour une opération donnée, sa valeur est la résultante des différents arguments théoriques combinés, selon leur degré d'intensité relative<sup>4</sup>.

### 1.1.2. Théories des F&A vues comme décisions créatrices de valeur

La théorie de Coase (1937) mentionnée ci-dessus soutient que l'organisation d'une firme donnée répond à l'équilibre adéquat entre les coûts du recours au marché et les coûts opérationnels internes. Les F&A sont autant de réponses aux forces de changement qui viennent altérer cet équilibre. Williamson (1985) développe la théorie coasienne en précisant que les coûts de transaction sont fonction de la « fréquence des transactions » et de la « spécificité des actifs »<sup>5</sup>, la faiblesse de la fréquence et la forte spécificité étant des freins aux synergies.

L'implantation des équipementiers automobiles sur le site même des assembleurs répond directement à cette volonté d'optimisation des coûts de transaction : les coûts de transport sont quasiment annihilés, des processus de production *just-in-time* deviennent possibles (supprimant les stocks d'en-cours de production) ; dans certains cas, même l'outil de production des fournisseurs est conçu en sur-mesure par rapport à la chaîne d'assemblage de l'entreprise. Dans son étude consacrée à l'assemblage modulaire dans l'industrie automobile, Fredriksson (2002) cite notamment les cas de Skoda et de DaimlerChrysler qui, dans leurs propres usines, accueillent les unités d'assemblage modulaire de leurs fournisseurs développées en lien direct avec la chaîne d'assemblage final. Cette évolution montre en outre à quel point le concept même de firme n'est pas aussi clairement délimité qu'il ne pourrait y paraître à première vue.

En rappelant l'enjeu des synergies, Chatterjee (1986) résume ainsi la raison intuitive pour laquelle les F&A sont considérées comme créatrices de valeur : soit qu'elles réduisent les coûts de l'entité fusionnée, soit qu'elles donnent la capacité de forcer les

---

<sup>4</sup> Berkovitch et Narayanan (1993) proposent des tests approfondis pour mieux distinguer les théories de décisions de F&A en fonction de la corrélation entre les gains au niveau de la cible et ceux au niveau de l'opération globale.

<sup>5</sup> Le processus de production de biens et services finaux d'une entreprise repose sur les transactions réalisées entre différents modes d'opération, qui peuvent être soit internes, soit externes à l'entreprise. Les coûts de transaction sont fonction de l'intensité des échanges entre les modes d'opération (« fréquence des transactions ») et du degré de complexité des biens et services échangés (« spécificité des actifs »).

prix, soit qu'elles combinent ces deux effets. Selon la théorie des ressources<sup>6</sup>, Chatterjee attribue cette création de richesse à l'exploitation d'une ou des ressources spécifiques classifiables en trois catégories distinctes, qui induisent également trois types de synergie. Les ressources liées au coût du capital engendrent des synergies financières, celles liées aux coûts de production engendrent des synergies opérationnelles et celles liées au prix engendrent des synergies de collusion<sup>7</sup>.

Sur cette littérature scientifique stratégique, qui est conceptuelle et descriptive selon Lubatkin (1983), vient se greffer l'apport empirique des études menées dans le domaine de la finance. Ainsi, par exemple, Bradley, Desai et Kim (1983, 1988) considèrent que les F&A créent des synergies dans lesquelles ils incluent à la fois les économies d'échelle<sup>8</sup> et d'envergure<sup>9</sup>, un management plus impliqué et effectif, de meilleures techniques de production et une allocation combinée des ressources complémentaires. Les arguments avancés par Mittal dans le cadre du rachat d'Arcelor<sup>10</sup> lancé en janvier 2006 relevaient directement de cette logique. Parmi ceux-ci, la complémentarité géographique des activités figurait en bonne place : les deux groupes ayant une présence internationale (largement) complémentaire, leur intégration permettrait une diffusion plus large de leurs gammes de produits respectives (les produits du groupe Mittal bénéficieraient, par exemple, d'une diffusion accrue au Brésil et en Europe où Arcelor était leader sur le marché et où il pourrait mettre à disposition de Mittal son réseau de distribution, ...).

---

<sup>6</sup> A la suite des travaux principalement de Coase (1937), Penrose (1959), Chandler (1962) et Williamson (1975), l'étude de l'organisation industrielle et du management stratégique a fortement été influencée par la théorie des ressources, qui doit son nom à l'article intitulé « Resource-Based View of the Firm » (RBV) de Wernerfelt (1984) : le principe fondamental de la théorie des ressources est que la base d'un avantage compétitif pour l'entreprise est avant tout définie par la combinaison des ressources valorisables à sa disposition.

<sup>7</sup> Lubatkin (1983) distingue, à propos des F&A, les synergies d'économies techniques, d'économies pécuniaires (liées au prix) et d'économies de diversification (inspirées de la théorie du portefeuille de Markowitz, 1959).

<sup>8</sup> Les économies d'échelle sont des économies de coût réalisées par unité produite suite à l'augmentation du volume de production. Elles résultent essentiellement du fait que les coûts fixes se répartissent sur un plus grand volume de production.

<sup>9</sup> L'économie d'envergure est un concept proche de l'économie d'échelle. Les économies de coût sont liées à l'augmentation du volume à travers l'élargissement de la gamme de produits offerts (par ex., une banque qui vient d'acheter une compagnie d'assurance peut utiliser le même réseau de distribution pour vendre des produits bancaires et des produits d'assurance).

<sup>10</sup> En mai 2006, Mittal annonçait l'accord des autorités de la concurrence aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne. Les conditions financières de l'offre étaient accueillies en juin par les deux conseils d'administration et fixées à 25,4 milliards d'euros, soit 40,4 EUR par action Arcelor, payable à raison de 69% par échange de titres et 31% en cash. En septembre 2006, 93,7 % des actionnaires d'Arcelor avaient cédé leurs titres ([www.ArcelorMittal.com](http://www.ArcelorMittal.com)). Dans sa rubrique 'Histoire', le site met en avant encore aujourd'hui son développement basé sur l'effet de taille et d'échelle, l'intégration verticale, la diversification géographique et des produits pour réduire son exposition au risque et à la cyclicité.

Outre les synergies, Marris (1963), Manne (1965), Alchian et Demsetz (1972) fondent leur argumentation en faveur de la création de richesse sur des raisons d'ordre disciplinaire: les F&A sont vues comme une composante du marché pour le contrôle des entreprises (*market for corporate control*) sur lequel les équipes dirigeantes sont en perpétuelle concurrence. Dans un tel marché, les dirigeants d'entreprise les moins performants sont sanctionnés et remplacés par d'autres plus experts à l'occasion des opérations de F&A. De plus, l'existence d'un marché de F&A actif incite les dirigeants à être performants, rendant l'économie dans son ensemble plus efficiente. Cependant, pour d'aucuns<sup>11</sup>, très peu d'évidence empirique existe sur le rôle disciplinaire des F&A, même si dans certains cas la théorie trouve de toute évidence son application (on pensera par exemple à la bataille que se livrèrent en 1988 Suez et la holding financière Cerus de Carlo De Benedetti autour du contrôle de la Société Générale de Belgique, cette dernière étant l'archétype du holding sur-diversifié, fondé sur une logique financière de contrôle et non une logique de synergie économique).

Si selon la théorie financière les décisions en matière d'investissement se prennent en fonction de valeur actuelle nette des projets, dans la pratique, non seulement des erreurs d'évaluation risquent d'entacher le bien-fondé des options retenues, mais encore d'autres facteurs peuvent troubler le processus décisionnel et conduire à des décisions néfastes pour l'entreprise et ses actionnaires.

### **1.1.3. Théories des F&A vues comme décisions destructrices de valeur**

Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986) mettent en évidence la théorie de l'agence (conflit d'intérêts entre managers et actionnaires) dans le cadre des F&A et indiquent que les *free cash flows* (FCF) peuvent être source de F&A destructrices de

---

<sup>11</sup> Les études empiriques restent partagées sur le sujet. Agrawal et Jaffe (2003) ne relèvent que peu de soutien empirique à l'hypothèse du rôle disciplinaire des F&A sur un échantillon de 2083 acquisitions intervenues entre 1926 et 1996. Par contre, Mitchell et Lehn (1990) observent que les mauvais acquéreurs dans le contexte U.S. semblent devenir de bonnes cibles ultérieurement. Leur conclusion est basée sur un échantillon de 1158 sociétés cotées du dernier trimestre 1981 divisées en quatre groupes selon qu'elles ont été d'une manière ou d'une autre cibles ou non durant la période allant de début 1980 à mi-1988. Servaes et Tamayo (2009) se basent quant à eux sur l'effet que produit une tentative d'acquisition hostile d'une entreprise sur les autres entreprises du secteur. Ils décèlent un changement de comportement des décideurs, ce qui conforte l'hypothèse du rôle disciplinaire attribué au marché pour le contrôle des entreprises. Ils analysent 2443 entreprises pour 218 cibles d'acquisitions inamicales réparties entre 1983 et 1997.

valeur<sup>12</sup>. Les FCF sont les flux de trésorerie dits libres, c'est-à-dire disponibles au sein de l'entreprise une fois que tous les projets rentables ont été financés. L'existence de FCF au sein d'une entreprise peut entraîner des dérives néfastes pour les actionnaires : en effet, les managers peuvent alors être plus enclins à se lancer dans des diversifications destructrices de valeur, comme ce fut le cas dans l'industrie pétrolière au cours des années 1970 et début 1980. De fait, suite à la hausse du prix du pétrole, les sociétés pétrolières ont accumulé beaucoup de *cash flow*<sup>13</sup>, et un grand nombre d'entreprises se sont lancées dans des opérations de F&A en dehors du secteur. Selon Jensen (1986), la plupart de celles-ci ont été destructrices de valeur, à cause du manque d'expertise des dirigeants dans ces nouveaux secteurs.

Shleifer et Vishny (1989) poursuivent dans la ligne de la théorie de l'agence en parlant d'enracinement managérial (*managerial entrenchment*) : les managers sont plus enclins à accroître leur propre patrimoine qu'à créer de la valeur pour leurs actionnaires ! Ils sont réticents à leur distribuer du cash, le font avec parcimonie et préfèrent investir dans des F&A, même surpayées, pourvu qu'elles réduisent le risque qu'ils courent d'être remplacés. Les dirigeants de l'entreprise en viennent à investir dans de nouvelles activités qu'ils connaissent bien, non pas parce qu'elles sont créatrices de valeur mais parce qu'elles rendent l'actionnaire plus dépendant de leurs compétences spécifiques. Vu la combinaison très particulière d'activités que ces dirigeants ont mise en oeuvre, il est plus difficile pour les actionnaires de trouver une nouvelle équipe dirigeante capable de remplacer celle en place. La politique menée à la fin de la dernière décennie par le Groupe Vivendi-Universal pourrait, en partie, être interprétée sous cet angle : le groupe de Jean-Marie Messier exerçait à l'origine des activités dans le domaine du service aux collectivités publiques. Sous l'impulsion de ce dernier, l'entreprise s'est engagée dans un programme intense d'acquisition d'entreprises, visant à la faire prendre pied dans des secteurs tels que les médias et les télécommunications. Peu d'équipes dirigeantes auraient pu être à même de gérer un tel assemblage. C'est ainsi qu'un programme soutenu de désinvestissements a suivi le départ de Jean-Marie Messier. Il faut noter que le lien entre les théories positives et négatives se trouve notamment dans la dimension disciplinaire des F&A que nous avons abordé peu avant avec Marris (1963), Manne (1965) et Alchian *et al.* (1972): une des

---

<sup>12</sup> Harford (1999) passe en revue la période 1950-1994 sous cet angle.

<sup>13</sup> Le total des flux de trésorerie des dix plus grandes entreprises pétrolières américaines représentait 28% de l'ensemble des flux de trésorerie des 200 plus grandes entreprises américaines en 1984 (Jensen, 1986).

solutions aux F&A affectées par des problèmes d'agence est précisément le recours aux F&A de type disciplinaire qui remplacent les équipes dirigeantes.

#### **1.1.4. Théorie des F&A vues comme décisions neutres quant à la valeur**

Jusqu'ici, les théories en présence portent un regard positif ou négatif sur les décisions des F&A en fonction des conséquences financières qu'elles évaluent comme différentes d'une somme nulle.

Roll (1986) se démarque du courant général des recherches de l'époque et propose une théorie originale fondée sur l'*hubris* (excès de confiance) des managers et sur les modèles d'enchères. L'*hubris* est une caractéristique des managers qui pèchent souvent par excès de confiance en eux-mêmes. En ce qui concerne les modèles d'enchères, Roll leur emprunte le concept de « malédiction du gagnant » (*winner's curse*) : le gagnant est celui qui, trop sûr de lui, a la vision la plus optimiste de la valeur de l'entreprise et qui l'emporte en offrant donc plus que la valeur réelle. La théorie de l'*hubris* suggère que les F&A peuvent survenir sans même qu'il y ait aucun effet sur la valeur de l'opération. Si les offres sont trop basses, la cible ne sera pas vendue ; si elles dépassent la valeur de la cible, celle-ci est vendue et les gains de ses actionnaires ne sont qu'un transfert de richesse provenant des propriétaires de la société qui achète. Pour Roll, « l'hypothèse d'*hubris* peut servir d'hypothèse nulle des acquisitions d'entreprises ».

Si Roll (1986) ne va pas jusqu'à tester son hypothèse par une méthodologie spécifique, d'autres auteurs le feront, comme Malmendier et Tate (2008) qui retiendront notre attention au chapitre suivant lorsque nous examinerons les déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés à leurs propres caractéristiques. Nous approfondirons alors aussi l'hypothèse formulée par Roll.

En résumé, ces théories nous donnent une prévision globale des retombées attendues des décisions de F&A que nous pouvons schématiser dans le tableau 1.1 ci-après<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Berkovitch et Narayanan (1993), Weston *et al.* (2003). D'autres classifications ont été proposées selon les motivations sous-jacentes aux opérations de F&A. Ainsi, Trautwein (1990) répartit les théories en sept groupes distincts. La répartition classique retenue ici a le mérite de mettre en évidence l'enjeu financier des décisions de F&A.

**TABLEAU 1.1. Prévisions théoriques des retombées des F&A**

Théories	Retombées totales pour nouvelle entité	Retombées pour la cible	Retombées pour l'acquéreur
Synergie/efficience	+	++	+/=
Théorie de l'agence	-	+	--
Hubris	=	+	-

Source : Weston *et al.*, 2003

La synthèse de ces trois courants théoriques éclaire pour nous le processus de décision et les conditionnements des F&A qui reposent en définitive sur un diagnostic du potentiel de croissance eu égard à la situation concrète de chaque entreprise à un moment bien particulier. De ce fait, ces opérations sont, pour une bonne part et dans le bon sens du terme, « opportunistes » car il s'agit de discerner les opportunités qui se présentent aujourd'hui et qui disparaîtront peut-être demain. L'examen de l'évolution historique des F&A met en évidence les conditionnements conjoncturels des prises de décisions. C'est le sujet de la section suivante.

## **1.2. Approche macroéconomique : Evolution historique liée aux conditions des opérations de F&A**

L'évaluation des opportunités de croissance (tant interne qu'externe) implique l'examen des conditions qui vont influencer la décision de l'entreprise de se lancer ou non dans une F&A. Or les conditions concrètes sont fonction de l'environnement socio-économique et politique qui varie à travers l'histoire. Aussi les activités de F&A dépendent-elles de leurs circonstances de temps et de lieu dans lesquelles elles se déploient. La présente section décrit l'évolution historique du phénomène des F&A.

### 1.2.1. Les forces de changement

Ce sont essentiellement les forces de changement qui vont amener les firmes à évoluer et à s'adapter. Coase (1937) avait déjà mis en lumière l'impact des changements technologiques sur la taille de l'entreprise. Jensen (1986, 1993) développe cette perspective. Son étude sur l'évolution actuelle de la révolution industrielle moderne, par rapport à la révolution industrielle du XIXe siècle, dégage plusieurs facteurs influençant à des degrés divers l'activité de F&A et la taille de l'entreprise : l'innovation scientifique et ses applications technologiques, le marché des entrants et sa structure, le système juridique et politique et son rôle régulateur, les relations internationales et les accords d'échange, le marché des capitaux et ses nouvelles techniques financières<sup>15</sup>. En simplifiant, on peut distinguer quatre types de forces souvent en interaction :

- les forces de changement technologique : si Coase (1937) a vu l'impact de l'invention du téléphone sur l'organisation des entreprises, que dire aujourd'hui des progrès de l'informatique qui révolutionnent notamment les communications et les transports pour créer une économie globale ? Ces changements induisent des mouvements à la fois de dérégulation et de régulation par la conclusion et la révision d'accords comme ceux de l'OMC, l'ouverture des frontières, le lancement de l'euro et de nouveaux modes de paiement, la privatisation de services publics, la libéralisation des marchés et la concurrence accrue dans les secteurs aérien, énergétique, financier, médical,...
- les forces de changement affectant l'efficacité des processus de production : elles concernent la combinaison d'activités complémentaires, les économies d'échelle et d'envergure, régulièrement invoquées pour justifier les F&A ;
- les forces de changement dans le mode d'organisation industrielle : ainsi, dans l'industrie informatique, le passage de l'intégration verticale à une chaîne horizontale d'activités indépendantes permet de mieux appréhender les mouvements d'innovation ;

---

<sup>15</sup> Dans ce sens, voir notamment Nelson (1959), Gort (1969), Morck, Shleifer et Vishny (1988), Mitchell et Mulherin (1996), Andrade et Stafford (2004), Harford (2005), Martynova et Renneboog (2008).

- les forces de changement qui sont l'aboutissement favorable ou défavorable des politiques menées sur les périodes précédentes : amélioration des conditions financières et économiques générales, mais détériorations dans certaines économies ou industries particulières, inégalités des richesses et des revenus, ...

L'interaction de ces forces de changement se traduit d'abord concrètement par des investissements d'ampleurs différentes favorisant la croissance interne pour s'adapter ou anticiper ; mais ces investissements peuvent aussi viser la croissance externe en ayant recours au marché des entreprises et alimenter en vague les concentrations.

Notons cependant que si les vagues de F&A, par période comme par secteur, sont bien connues de la littérature scientifique<sup>16</sup>, les causes telles que nous venons de les exposer ne sont pas reçues unanimement.

Les nombreuses justifications qui sont avancées peuvent être regroupées en deux grands courants qu'Harford (2005) résume et tente de départager : le courant néoclassique auquel se rattache la vision que nous venons de décrire et le courant comportemental. L'hypothèse comportementale naît du constat que les vagues de F&A sont liées à des valorisations boursières élevées, comme l'indique le titre de l'article que Shleifer et Vishny (2003) leur consacrent : « *Stock market driven acquisitions* ». Selon eux, il s'agit d'une question de « *market timing* » (opération d'arbitrage) de la part des managers qui veulent profiter d'une surévaluation de leurs entreprises. D'après leur modèle, des marchés boursiers haussiers poussent des groupes d'acquéreurs à utiliser leurs actions comme monnaie pour acheter des actifs de cibles de préférence sous-évaluées. La surévaluation dans son ensemble ou dans des secteurs particuliers conduirait à la formation de vagues<sup>17</sup>.

Pour départager les hypothèses soutenues par les tenants des deux courants, Harford (2005) étudie les F&A intervenues entre 1980 et 2000 en les séparant en deux groupes selon les deux vagues qu'ont connues ces deux décennies. Et à l'intérieur de celles-ci, il affine encore en séparant dans les deux groupes les vagues de deux ans par type

---

<sup>16</sup> Andrade, Mitchell et Stafford (2001), Weston *et al.* (2003), Brealey, Myers et Allen (2006).

<sup>17</sup> Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004) développent également un modèle liant les vagues aux performances des marchés boursiers. Ils se distinguent toutefois de Shleifer et Vishny (2003) dans le fait qu'ils prêtent aux managers des cibles un comportement rationnel et non simplement une vision à court terme : en effet, selon eux, les cibles sont rationnelles en acceptant la 'monnaie de singe' qui leur est proposée, les offres sont acceptées tout simplement parce qu'à défaut d'information parfaite, leurs managers surestiment les synergies potentielles durant ces périodes. Voir également Rhodes-Kropf, Robinson et Viswanathan (2005).

d'industrie, à la manière de Mitchell et Mulherin (1996). Au total, il obtient 35 vagues pour 28 industries entre 1980 et 2000 dont il examine les conditions. Au terme de son observation, l'auteur conclut que ce sont les chocs ou soubresauts économiques, législatifs ou technologiques qui provoquent des vagues de fusions dans l'industrie. Mais la motivation économique de la transaction ne suffit pas à elle seule à justifier la vague. Pour répondre aux chocs par une réallocation massive d'actifs, encore faut-il une circonstance qui favorise la concentration à ce moment précis : une liquidité suffisante des capitaux (ou une diminution des coûts de transaction) qui facilite la réallocation.

En résumé, les F&A constituent concrètement un moyen d'adaptation salutaire pour faire face à un nouvel environnement. Et elles reflètent une (ré-)allocation des ressources en réponse à ces changements lorsqu'ils surviennent dans un contexte de liquidité accrue des capitaux<sup>18</sup>, comme ce fut le cas en 2000 ou au premier semestre 2007<sup>19</sup>.

Forts de ces enseignements, voyons donc à présent dans quels contextes se sont succédées les grandes vagues historiques.

### 1.2.2. Les grandes vagues historiques

Si nous résumons brièvement la courte histoire des F&A de la fin de l'ère industrielle à nos jours, nous retiendrions la vision traditionnelle<sup>20</sup> qui observe cinq grandes vagues de concentrations. Elles peuvent être considérées comme la résultante du changement induit par les forces décrites à la section précédente :

- 1895-1904 : période de changement d'infrastructure économique (les chemins de fer deviennent transcontinentaux grâce à la première ligne achevée en mai 1869 par la rencontre de deux tronçons de la *Union Pacific Railroad* et de la *Central Pacific* à Promontory Point dans

---

<sup>18</sup> C'est ainsi que Rhodes-Kropf et Robinson (2008) proposent une nouvelle théorie des F&A basée sur la recherche d'actifs, leur rareté et leur complémentarité. Le modèle proposé se compose de deux états du monde, qu'ils appellent 'état sans F&A' et 'état avec F&A possible'. L'économie peut basculer d'un état à l'autre sous l'action d'un élément exogène conçu comme catalyseur selon l'esprit de Gort (1969), ce que nous appelons ici choc ou force de changement. En réponse, les entreprises recherchent des partenaires pour maximiser la valeur. En fonction du coût de cette recherche et de la rareté des partenaires adéquats, des F&A pourront se réaliser ou cesser.

<sup>19</sup> Campa et Hernando (2009).

<sup>20</sup> Golbe et White (1988).

l'Utah) et d'innovations technologiques (électricité) ; elle est caractérisée par des fusions principalement horizontales (en sidérurgie, notamment) visant à acquérir des positions monopolistiques<sup>21</sup> ;

- 1922-1929 : période de mobilité et de communication grandissantes (automobile, radio), caractérisée par des fusions verticales tendant à l'oligopole, pour la plupart dans la banque, les services d'utilité publique, l'agro-alimentaire, soit les secteurs peu touchés par la vague précédente ;
- Années 1960 : période où, en raison de la législation protectrice de la concurrence aux Etats-Unis, de l'amélioration du niveau de vie et de l'accélération des innovations, les F&A s'orientent plutôt vers la constitution de conglomérats: la diversification permet de créer un marché interne des capitaux et, ce faisant, de pallier le niveau encore insuffisant de développement des marchés financiers. Elle permet aussi aux grandes multinationales d'investir les surplus financiers très importants qu'elles ont à leur disposition sans risquer de tomber sous le joug des autorités de contrôle (un développement de leur métier de base conduisant à une trop forte concentration du secteur);
- Années 1980 : période marquée par de très grandes F&A, conduisant souvent au démantèlement de conglomérats. Le secteur pétrolier, devenu très instable, fut particulièrement touché. Une des raisons invoquées pour expliquer ce recentrage sur les activités de base est la révision de la législation anti-trust américaine, désormais plus conciliante à l'égard des grands acteurs. L'innovation financière favorise la création d'un large marché pour les émissions d'obligations dites « pourries » (*junk bonds*)<sup>22</sup> sur lequel émergent de nouveaux acteurs, les *raiders*, dont la seule motivation est financière (par ex., Bernard Tapie en France) ; c'est aussi la montée d'acquéreurs financiers et du recours aux LBO<sup>23</sup> ;

---

<sup>21</sup> Henry (2003).

<sup>22</sup> Les *junk bonds* sont des obligations (emprunts à long terme) très risquées, c'est-à-dire émises par des entreprises dont la probabilité de se retrouver dans l'incapacité de remboursement est très élevée (risque de défaut). Pour attirer les investisseurs, les *junk bonds* offrent des rendements nettement supérieurs par rapport aux obligations moins risquées.

<sup>23</sup> Les acquisitions de type LBO (*leveraged buyout*) sont celles où la transaction est financée essentiellement par de la dette. Dans ce genre d'opération, les actifs de la société cible sont utilisés comme garanties supplémentaires pour les emprunts servant au financement de leur propre acquisition.

- Années 1990 : période des fusions stratégiques, notamment pour changer de métier, suite à d'importantes innovations technologiques (informatique, internet, téléphonie mobile) et des mouvements de privatisations et de libéralisations de pans entiers de l'économie (télécommunications, énergie, compagnies aériennes). A titre d'exemple, nous pouvons citer le cas de la société TUI AG, société initialement dénommée Preussag AG active dans la sidérurgie, qui s'est transformée grâce aux opérations de F&A pour devenir un des leaders dans le secteur du tourisme<sup>24</sup>.

Logiquement, comme les montagnes ne montent pas jusqu'au ciel, chacune de ces vagues vient échouer sur l'écueil que constituent le ralentissement de l'économie, en général, et la détérioration des marchés boursiers et du crédit, en particulier<sup>25</sup>. En effet, celle-ci pénalise lourdement l'activité des F&A en réduisant leurs possibilités de financement. C'est ce que Harford (2005) vérifie dans son étude sur les vagues de F&A entre 1980 et 2000 que nous avons résumée précédemment. Il y insiste sur l'articulation nécessaire entre les divers chocs et les conditions de liquidité des capitaux.

- Ainsi, la récession et la baisse des cours au *New York Stock Exchange* de 1903, suivie surtout de la grande panique bancaire de 1907, la dernière de la période du *National Banking System*<sup>26</sup>, aura raison de la première vague.
- Le krach boursier de 1929 et le début de la Grande Dépression mettront brusquement un terme à la deuxième vague.
- La défiance du Congrès américain à l'égard des conglomérats, la limitation du recours à la dette convertible pour financer les F&A imposée par le *Tax Reform Act* de 1969 et l'effondrement du *Dow Jones Industrial Average* entre 1967 et 1971 stopperont la troisième vague.

---

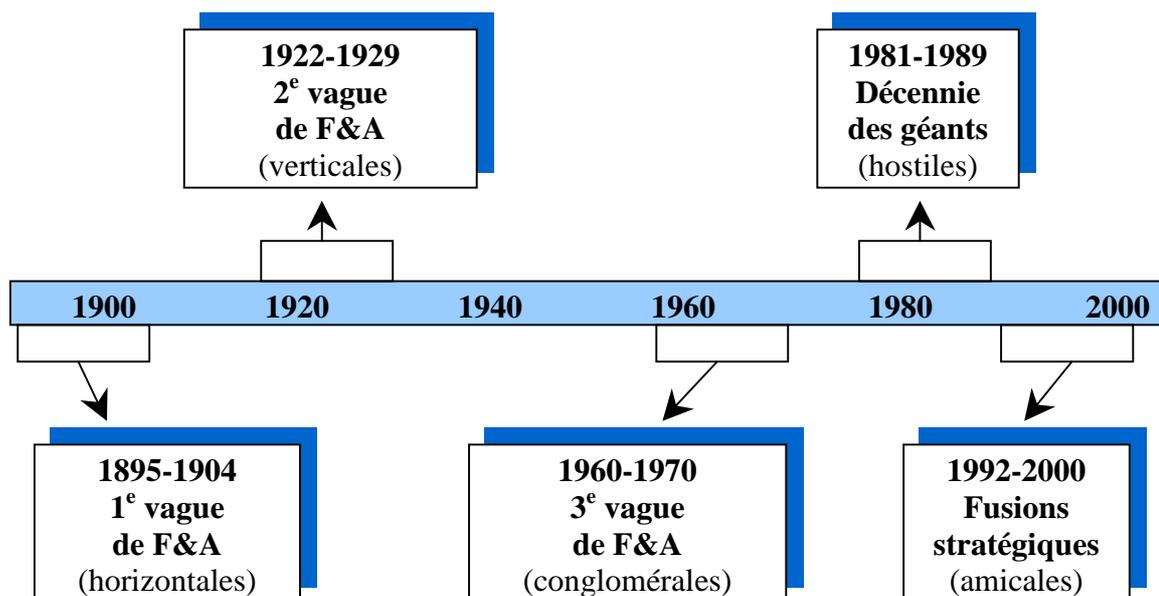
<sup>24</sup> Dittmann, Maug et Schneider (2008).

<sup>25</sup> Gaughan (2007), Henry (2003).

<sup>26</sup> Contrairement aux autres économies développées de l'époque (Grande-Bretagne, Allemagne, France), il n'y avait pas de banque centrale aux U.S.A. Le *National Banking System* reposait sur un système de réserve pyramidal dans lequel chaque banque devait détenir des réserves liquides. Une grande partie de celles-ci était déposée dans d'autres banques. Les *country banks* (banques rurales) détenaient des réserves déposées dans les banques urbaines de réserve (*reserve city banks*), qui elles-mêmes détenaient des réserves sous forme de dépôts dans les grandes banques des villes de réserve centrale comme New York City. La banque centrale américaine (*Federal Reserve*) ne sera créée qu'en 1913 par l'adoption du *Federal Reserve Act*, voté sous la présidence du démocrate Woodrow Wilson, plutôt hostile aux milieux financiers de Wall Street (Henry, 2003).

- Le marché des *junk bonds*, un des moteurs de la vague suivante, signera aussi sa perte : le *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* de 1989 force les institutions financières à vendre massivement leurs *junk bonds*, ce qui affaiblit le marché déjà attaqué par la multiplication des affaires d'*insider trading*<sup>27</sup>. La détérioration du crédit et la récession économique liée à la Guerre du Golfe de 1991 arrêteront la quatrième vague.
- L'éclatement de la 'bulle de la nouvelle économie' en 2000 et le climat d'insécurité après les attentats du 11 septembre 2001 ont brisé la dernière vague – ou l'a ralentie, si nous considérons qu'elle est encore la nôtre actuellement, l'Histoire en jugera elle-même parce que le recul nous manque pour l'affirmer.

**TABLEAU 1.2. Historique des vagues de F&A**



Ce qui semble se dégager de l'examen historique à peine esquissé des faits, c'est que l'activité de F&A est liée à l'interaction des forces de changement technologique, économique et politique ; et qu'elle est portée par un environnement économique

<sup>27</sup> L'*insider trading* (ou opération d'initié) est la négociation de valeurs mobilières par une personne (l'initié) bénéficiant d'informations privilégiées relatives à celles-ci, sans que le public en ait connaissance, ce qui fausse le principe d'égalité des investisseurs sur le marché.

favorable, comme la croissance des marchés boursiers, des taux d'intérêt relativement bas avec un rapport favorable court/long terme et des sources de financement aisément accessibles avec une faible prime de risque. Cette lecture factuelle du 20<sup>e</sup> siècle correspond à ce que Harford (2005) met en évidence à partir de la période 1980-2000 qu'il prend en considération.

Le tableau 1.3 suivant reprend les données du marché américain des F&A depuis 1970 jusqu'à nos jours. Les chiffres corroborent les ultimes étapes historiques que nous venons de décrire. Ils montrent aussi la place considérable occupée aujourd'hui par cette activité dans l'allocation des ressources économiques au niveau d'un pays comme les Etats-Unis.

La décennie 1980-1989 connaît une activité des F&A croissante en volume. Si nous la comparons à l'activité économique globale des Etats-Unis exprimée par le PIB<sup>28</sup>, le montant que représentent les F&A s'élève en moyenne annuelle à 3,5 % du PIB américain (par rapport à 1,3 % pour la décennie précédente), avec un sommet de 5,1 % atteint en 1988. Le repli intervient ensuite jusqu'au niveau le plus bas de 1,3 % du PIB en 1991 pour assister à la remontée progressive de la décennie suivante vers des sommets jamais atteints de 15,4 % en 1999. L'inversion de la tendance haussière amorcée en douceur en 2000 devient drastique les deux années suivantes. Ainsi, en 2001, l'activité en volume des F&A est réduite de moitié, en même temps d'ailleurs que la croissance du PIB (qui de 5,9 passe à 3,2 %). Le volume des F&A ne représente plus que 7,1 % du PIB en 2001 et poursuit sa descente en 2002 en atteignant un creux de 3,9 % par rapport au PIB. Nous observons qu'une reprise s'amorce alors l'année suivante pour culminer en 2006 et connaître un nouveau ralentissement accentué par la crise financière en 2008 : le volume des F&A se contracte de plus de 54 % pour ne plus représenter que 4,3 % du PIB, ce qui reste néanmoins très élevé si nous comparons cette proportion avec la moyenne des années 1970-1999 qui est de 3,4 % ! Cette comparaison indique combien les opérations de F&A sont devenues au fil des ans un mode significatif d'allocation des actifs dans une économie comme celle des Etats-Unis. Mais c'est également vrai aujourd'hui à l'échelle mondiale.

---

<sup>28</sup> Les opérations de F&A ne font bien entendu pas partie du Produit Intérieur Brut comme telles, mais nous prenons comme référence cet indicateur en raison de l'importance des montants concernés et parce qu'il est couramment utilisé, même s'il est régulièrement remis en question depuis de nombreuses années, pour mesurer l'évolution de l'économie dans son ensemble.

**TABLEAU 1.3. Importance en volume des F&A américaines par rapport au PIB de 1970 à 2008**

Années	F&A (milliards USD)	PIB (milliards USD)	F&A / PIB (%)
1970	16,4	1.038,5	1,6%
1971	12,6	1.127,1	1,1%
1972	16,7	1.238,3	1,3%
1973	16,7	1.382,7	1,2%
1974	12,4	1.500,0	0,8%
1975	11,8	1.638,3	0,7%
1976	20,0	1.825,3	1,1%
1977	21,9	2.030,9	1,1%
1978	34,2	2.294,7	1,5%
1979	43,5	2.563,3	1,7%
1980	44,3	2.789,5	1,6%
1981	82,6	3.128,4	2,6%
1982	53,8	3.255,0	1,7%
1983	73,1	3.536,7	2,1%
1984	122,2	3.933,2	3,1%
1985	179,6	4.220,3	4,3%
1986	173,1	4.462,8	3,9%
1987	163,7	4.739,5	3,5%
1988	246,9	5.103,8	4,8%
1989	221,1	5.484,4	4,0%
1990	108,2	5.803,1	1,9%
1991	71,2	5.995,9	1,2%
1992	96,7	6.337,7	1,5%
1993	176,4	6.657,4	2,6%
1994	226,7	7.072,2	3,2%
1995	356,0	7.397,7	4,8%
1996	494,9	7.816,9	6,3%
1997	657,1	8.304,3	7,9%
1998	1.191,9	8.747,0	13,6%
1999	1.425,9	9.268,4	15,4%
2000	1.488,6	9.817,0	15,2%
2001	720,4	10.128,0	7,1%
2002	410,0	10.469,6	3,9%
2003	558,7	10.960,8	5,1%
2004	821,6	11.685,9	7,0%
2005	1.145,4	12.421,9	9,2%
2006	1.472,6	13.178,4	11,2%
2007	1.322,9	13.807,5	9,6%
2008	607,2	14.264,6	4,3%

Sources : Weston *et al.* (2003), Bureau of Economic Analysis (BEA) - National Economic Accounts, Mergerstat Review, Thomson Financial.

La rétrospective des grandes vagues du siècle dernier nous conduit à regarder la situation actuelle et à élargir notre horizon à l'ensemble du monde.

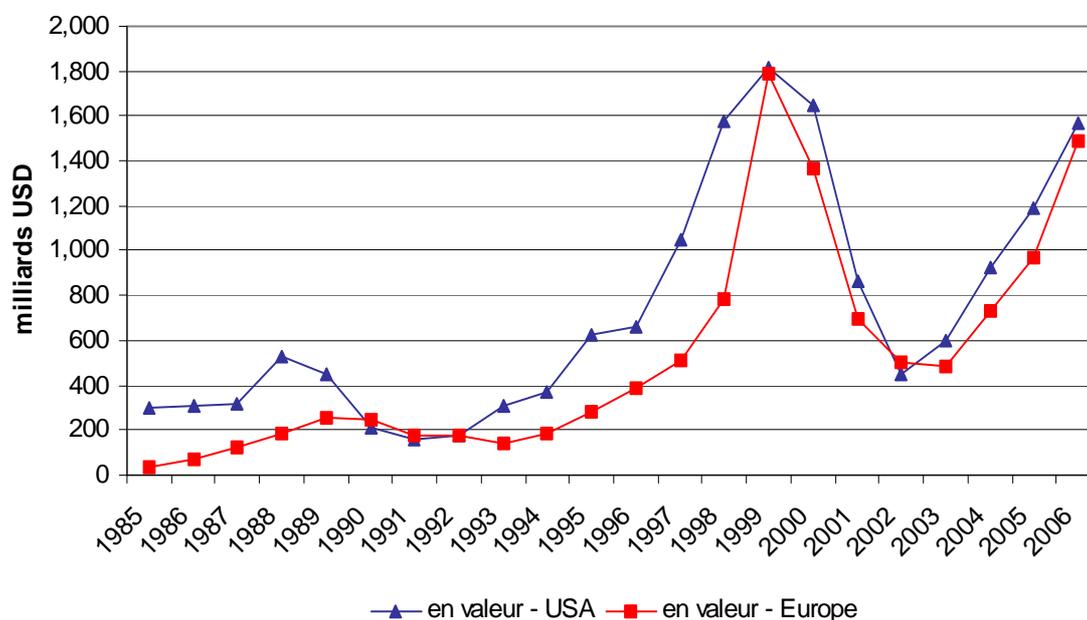
### 1.2.3. La situation actuelle

Si jusqu'à présent l'analyse historique s'est focalisée sur les Etats-Unis, nous élargissons dans cette section notre angle de vue car le marché des F&A s'est considérablement développé ces trente dernières années pour gagner tous les continents. L'Europe n'est pas en reste et les autres parties du monde ne cessent d'étendre leur part de marché. L'internationalisation du commerce et la globalisation entraînent cet élargissement, bien que l'Europe et l'Amérique occupent encore nettement les premiers rangs.

Durant ces dernières années, l'Europe est quasiment à part égale avec les Etats-Unis, tant en nombre qu'en valeur, et dans un mouvement parallèle<sup>29</sup>. Après un plus bas en 2002, l'activité a repris pour revenir à des niveaux comparables à la période 1998-2000, si pas en nombre du moins en valeur, ce qui indique des opérations de taille plus importante.

**TABLEAU 1.4.**

#### Activités de F&A en valeur: USA vs EUR

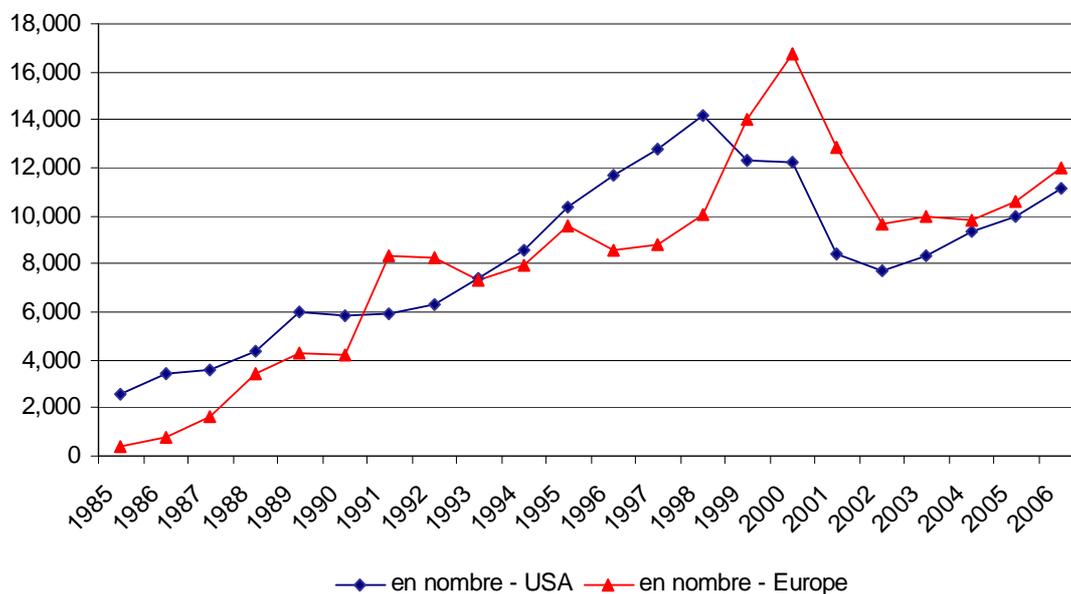


Source : Thomson Financial

<sup>29</sup> Source : Thomson Financial.

**TABLEAU 1.5.**

**Activités de F&A en nombre: USA vs EUR**

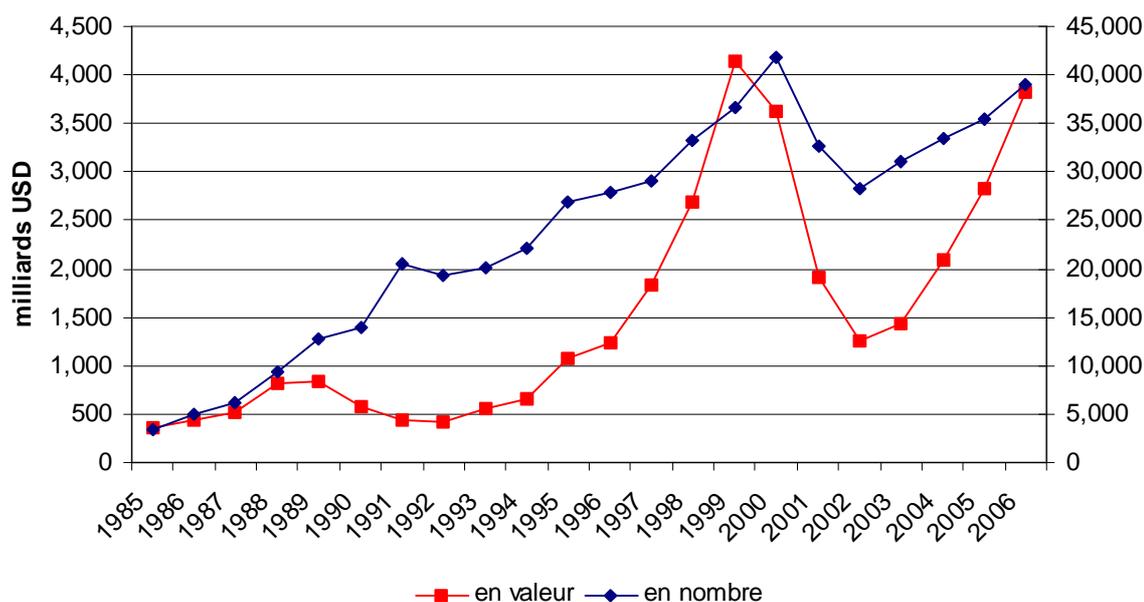


Source : Thomson Financial

Ensemble, Etats-Unis et Europe déterminent l'ampleur de l'activité mondiale représentée par les courbes du graphique suivant.

**TABLEAU 1.6.**

**Activités de F&A dans le monde**



Source : Thomson Financial

Malgré le développement mondial du phénomène, les continents américain et européen conservent encore en valeur environ 80 % du marché, comme l'indiquent les répartitions géographiques suivantes établies selon le pays de l'acquéreur<sup>30</sup>. La tendance est à l'élargissement de la part des 'outsiders' (Asie, Japon, Afrique, Moyen-Orient) qui est de l'ordre des 20 % et même 22 % en 2008. Le volume d'activité culmine en 2007, avec un rattrapage de l'Europe et de l'Asie par rapport à l'Amérique déjà partiellement ralentie par le déclenchement de la crise financière. Le ralentissement de l'activité est nettement marqué en 2008 sous l'effet de cette crise, puisque le volume retombe à un niveau comparable à celui de 2005 avec toutefois des opérations de moindre envergure (le nombre d'opérations étant beaucoup plus important qu'en 2005).

***GRAPHE 1.7. Répartition géographique 2005-2008 selon le pays de l'acquéreur***

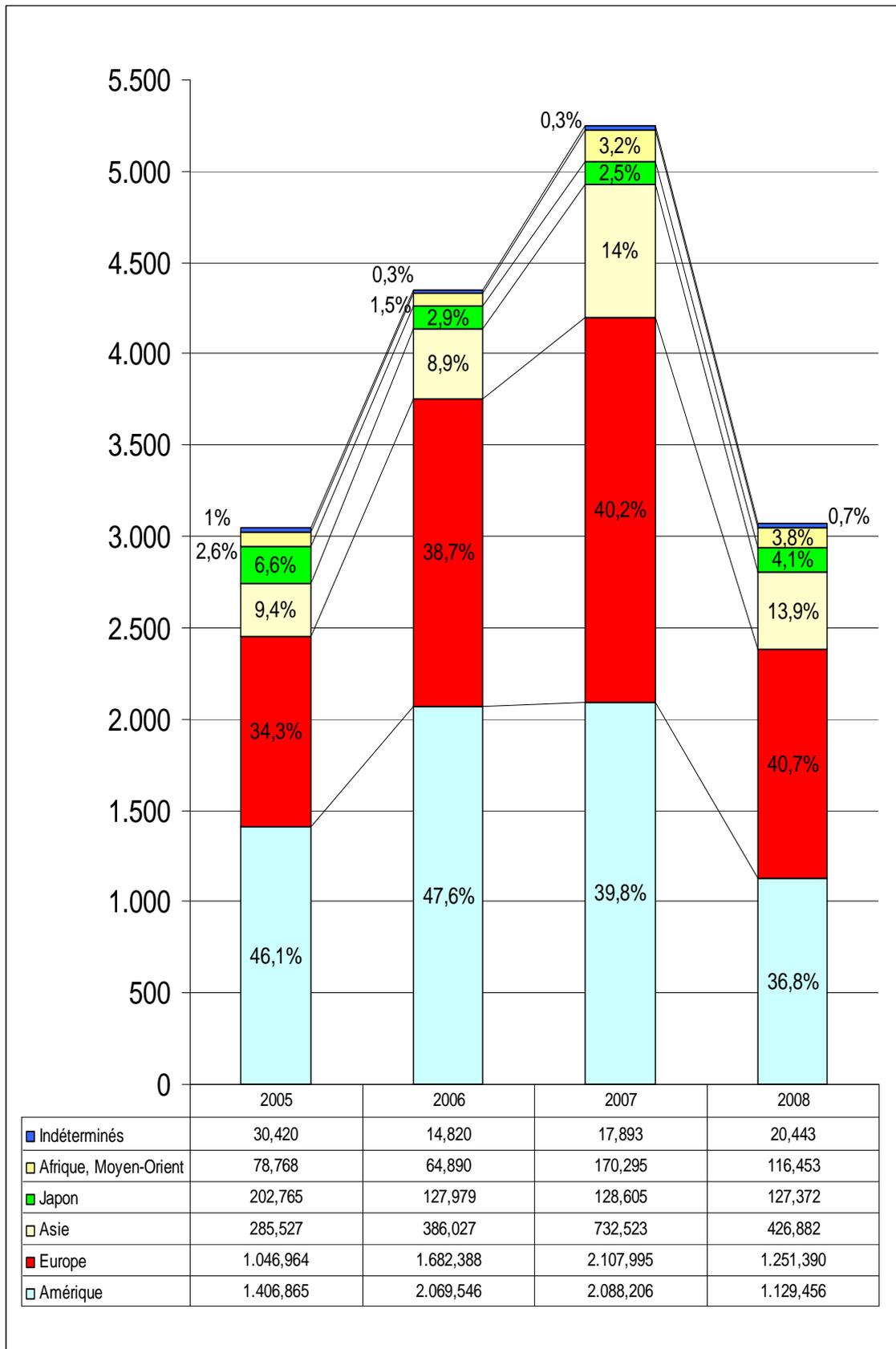
***(en milliards USD)***

Source : Thomson Financial

*(Voir page suivante)*

---

<sup>30</sup> Source : Thomson Financial.



Les chiffres des F&A cités à l'état brut sont difficilement significatifs, en raison de leur importance, s'ils ne sont pas mis en perspective avec d'autres chiffres. Comme nous l'avions fait pour les Etats-Unis, il est intéressant de fixer des repères pour mieux

prendre conscience de l'importance du phénomène. Nous pouvons adopter comme repère le PIB mondial courant qui, d'après les rapports annuels de la Banque Mondiale, était de 43.070 milliards USD en 2005, en croissance de 4,7 % par rapport à 2004. En 2005, les activités de F&A représentaient dans le monde 3.051 milliards USD ! Le tableau suivant indique la part des F&A relativement au PIB mondial.

**TABLEAU 1.8. Activité mondiale des F&A par rapport au PIB mondial**

<i>Années</i>	<i>PIB mondial courant (milliards USD)</i>	<i>Activité mondiale F&amp;A (milliards USD)</i>	<i>F&amp;A / PIB (%)</i>
2005	43070	3051	7,1
2006	44750	4346	9,7
2007	46405	5246	11,3
2008	47565	3072	6,5

Sources : Banque Mondiale (Rapports annuels) ; Thomson Financial.

En tenant compte d'une croissance de 3,9 % en 2006, de 3,7 % en 2007 et estimée à 2,5 % en 2008, nous avons encore en 2008 des F&A qui représentent 3.072 milliards USD par rapport à un PIB mondial courant estimé à 47.566 milliards USD, soit près de 6,5 %. Cette proportion correspond à peu de choses près à celle que nous avons vérifiée pour les Etats-Unis dans le tableau 1.3. avec un léger décalage d'un an par rapport à l'économie américaine.

A la répartition géographique à peine esquissée, il est tout aussi intéressant de joindre la répartition sectorielle car si chaque continent ou culture réagit à sa manière face à des défis aujourd'hui mondiaux, chaque secteur a aussi sa propre manière d'affronter le changement.

Et la période actuelle connaît aussi des changements profonds comme, par exemple, l'élargissement de la zone 'euro' et l'influence croissante de la devise européenne dans le commerce international, la constitution d'un grand marché mondial et l'émergence de nouvelles puissances commerciales, la raréfaction des ressources énergétiques et naturelles, la poursuite du développement accéléré des nouvelles technologies, le

vieillesse des populations occidentales, la réapparition d'épidémies et la multiplication de catastrophes naturelles.

A ces forces de changement, chaque secteur d'activité économique réagit différemment selon ses propres caractéristiques. C'est ainsi que pour chaque vague historique, il est possible de distinguer la répartition sectorielle des F&A<sup>31</sup>. Les graphiques suivants indiquent la répartition actuelle des F&A par secteurs. Ils traduisent les enjeux générés par les forces de changement en action sur notre période. En 2005, les principales opérations se concentraient autour des secteurs des télécoms (413 Milliards usd), de la finance (404 Mds), d'utilité publique, de l'énergie, du pétrole et du gaz (432 Mds) et des soins de santé (190 Mds)<sup>32</sup>. En 2008, ces secteurs restent à l'avant-plan.

Pour être en mesure de mieux absorber les chocs et de s'adapter au changement, les entreprises cherchent à détenir un certain pouvoir de marché qui est la résultante du nombre de concurrents et des parts de marché de chacun ou encore fonction du taux de concentration par secteur. Une mesure commode de la concentration est fournie par les économistes Herfindahl et Hirschman<sup>33</sup> qui ont laissé leur nom au célèbre indice utilisé depuis 1982 par les autorités antitrusts américaines, la Federal Trade Commission et le Department of Justice. Elle correspond à la somme des carrés des parts de marché de toutes les firmes actives dans un même secteur. Mais d'un secteur à l'autre, la concentration peut considérablement varier et cette disparité peut aussi être un facteur d'altération du pouvoir de marché. Ce sont les arguments souvent mis en avant à propos de la sidérurgie par exemple. Il convient effectivement d'observer que la production sidérurgique connaît un stade de concentration moins avancé que les secteurs en aval et en amont : l'industrie automobile, grosse consommatrice de produits sidérurgiques, quoiqu'en baisse régulière, est de loin plus concentrée, de même que le secteur des matières premières (minerais, charbon, ferrailles,...) destinées à la sidérurgie. Ainsi, les 5 plus importants constructeurs automobiles représentaient à eux seuls plus de 60 % du marché mondial, alors que le Top 5 des sidérurgistes, avant la fusion ArcelorMittal, pesait à peine 20 % du secteur, ce qui pousse donc la sidérurgie vers un mouvement de F&A. Fee et Thomas (2004) et Shahrur (2005) ont étudié les F&A horizontales et leur

---

<sup>31</sup> Pour une analyse plus détaillée sur la concentration historique des secteurs, voir notamment Eis (1969), Gort (1969), Morck, Shleifer et Vishny (1988), Mitchell et Mulherin (1996), Mulherin et Boone (2000), Kaplan (2000), Andrade *et al.* (2001, 2004), Weston *et al.* (2003), Harford (2005).

<sup>32</sup> Source : Dealogic.

<sup>33</sup> Hirschman (1964).

impact sur les clients, fournisseurs et rivaux ; au terme de leur analyse, ils ont déjà suggéré l'intérêt qu'il y a à tenir compte des effets des restructurations d'un secteur économique sur la consolidation des secteurs connexes : en effet, des sociétés en amont sont susceptibles de développer des stratégies destinées à contrer les effets dommageables ou le pouvoir accru de négociation découlant d'une concentration des sociétés en aval, et *vice versa*.

Ainsi, la faible concentration dans un secteur ou la disparité de concentration entre secteurs connexes sont des éléments qui peuvent favoriser les opérations de F&A. Toutefois, lorsque la concentration augmente, il ne faut pas perdre de vue le rôle dissuasif des instances publiques de régulation non seulement aux Etats-Unis et en Europe, mais aussi progressivement dans d'autres régions du monde, avec les conséquences que leurs interventions peuvent avoir au-delà de leur territoire juridictionnel et le risque de dérapages protectionnistes<sup>34</sup>. Comme déjà indiqué, l'Indice Herfindahl-Hirschman (HHI) est utilisé par les autorités américaines et européennes<sup>35</sup> pour fixer des seuils au-delà desquels différentes procédures d'enquête d'impact et d'autorisation sont entamées dans le cadre d'importants projets de F&A. Néanmoins, il demeure des secteurs à haut potentiel de concentration : d'après une étude Sigma de Swiss Re<sup>36</sup> de janvier 2006, les douze plus grands groupes dans l'assurance vie ne représentaient que 28,2 % du marché, alors que dans la banque ils détenaient environ 38 %, dans l'industrie pharmaceutique 46 % et dans la construction automobile près de 90 % ! On comprend dès lors beaucoup mieux l'évolution de la répartition sectorielle telle qu'elle ressort du graphe ci-dessous. Mais un autre élément est à souligner également dans cette évolution : c'est l'apparition d'une catégorie d'acteurs hors pair, à savoir les Etats et les agences gouvernementales, en 2008 où la crise financière devient plus sévère et contagieuse. Elle s'adjuge près de 6 % des opérations, alors que sa part était quantité négligeable les années antérieures.

---

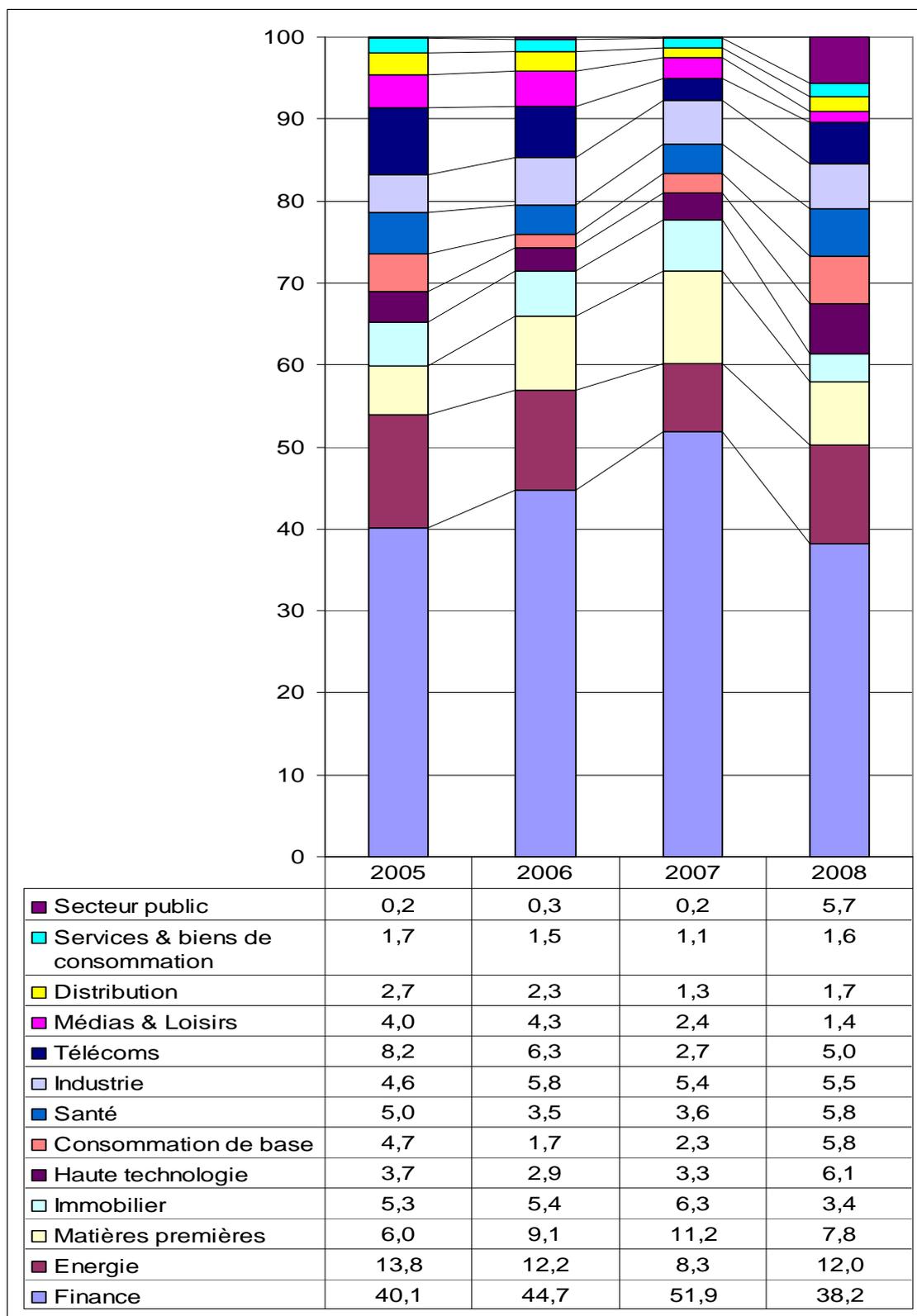
<sup>34</sup> Voir Aktas, de Bodt et Roll (2004, 2007).

<sup>35</sup> Depuis le 01/05/2004, la Commission Européenne a publié officiellement les seuils de concentration, mesurés également à l'aide de l'Indice HHH, qui motivent un contrôle plus strict des opérations de F&A.

<sup>36</sup> Sigma, n°1, Janvier 2006.

**GRAPHE 1.9. Répartition sectorielle mondiale 2005-2008**  
selon l'activité de l'acquéreur (en %)

Source : Thomson Financial



### 1.3. Conclusion

Il est vrai que la littérature financière documente des gains importants pour les actionnaires des sociétés cibles<sup>37</sup>, et ceux-ci sont d'autant plus élevés que la concurrence est intense dans le marché du contrôle d'entreprise<sup>38</sup>. Cependant, la question est de savoir si ces gains résultent simplement d'un transfert de richesse entre les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, employés, consommateurs, etc.) ou correspondent à une vraie création nette de valeur au niveau de l'économie dans son ensemble (due aux effets de synergie, par exemple). En effet, seules les opérations de F&A qui reposent sur des motivations économiques claires sont susceptibles de créer de la valeur à long terme. Ainsi, des rapprochements visant à tirer parti de complémentarités géographiques ou répondant à une logique de concentration des acteurs dans un secteur resté fort fragmenté peuvent trouver un fondement économique. C'est ce que tendent à nous montrer les théories des F&A vues comme créatrices de valeur depuis l'étude magistrale de Coase (1937).

Ce premier chapitre nous a aussi conscientisés, si nécessaire, à la complexité interne de la firme en tant qu'organisation humaine. La manière dont les décideurs se déterminent en faveur de la croissance externe n'aboutit pas nécessairement à des décisions rigoureusement optimales. Les théories des F&A vues comme destructrices de valeur, à la suite de Jensen *et al.* (1976) et de Shleifer *et al.* (1989), et la théorie de l'*hubris* proposée par Roll (1986) ont mis en lumière certains travers de notre nature humaine. Les limites naturelles qui sont les nôtres rejaillissent sur le comportement des managers en général, mais elles se manifestent sans doute encore plus particulièrement au moment où doivent se prendre des décisions d'investissement importantes du type des F&A. Les lacunes internes à l'organisation de la firme peuvent dans certains cas

---

<sup>37</sup> La prime d'acquisition tourne autour de 20% pour les entreprises cibles américaines selon les études de Mulherin et Boone (2000) et Andrade *et al.* (2001). Par contre, Aktas, de Bodt, et Roll (2004) et Campa et Hernando (2004) rapportent une prime d'acquisition de l'ordre de 9% pour les cibles européennes. Il est important de souligner que cette différence de prime observée entre les cibles américaines et européennes constitue un véritable *puzzle* en finance d'entreprise.

<sup>38</sup> Alexandridis, Petmezas et Travlos (2008, 2009) montrent, à partir d'un échantillon mondial d'opérations, que les primes offertes sont plus faibles sur les marchés de F&A relativement moins actifs, ce qui implique une répartition des gains plus efficiente entre acquéreurs et cibles. A leurs yeux, l'observation empirique selon laquelle les acquisitions de sociétés cotées ne créent pas de valeur en général pour les acquéreurs au moment de l'annonce n'est pas nécessairement vérifiée sur tous les marchés, mais dépend de l'intensité du marché pour le contrôle des entreprises.

être corrigées par l'environnement externe, par le marché du contrôle des entreprises et sa fonction disciplinaire (Manne, 1965). Un marché actif de F&A remplit un rôle important dans l'allocation des ressources au sein de l'économie car il incite les entreprises à être performantes. Et il est évident que le rôle des décideurs est déterminant sur ce point : il leur revient de mesurer les implications d'une allocation des ressources orientée vers la croissance externe plutôt qu'interne ; il leur revient aussi de parvenir à mobiliser toutes les ressources nécessaires, surtout humaines, pour réussir l'aventure de F&A qu'ils ont entreprise, car il ne faut pas oublier que derrière les chiffres et les projections se cachent des hommes. Le marché intervient alors comme l'instance d'évaluation de la décision prise par les dirigeants.

Plus largement que le marché du contrôle des entreprises, c'est tout l'environnement externe dans lequel se déploient les activités de la firme qui conditionne ses décisions. C'est pourquoi la seconde partie de ce chapitre a souligné les implications historiques des forces de changement. La firme vit dans une société et dans un monde en évolution permanente et n'échappe donc pas à ces conditionnements qui vont de la technologie à la culture. En relisant cent ans d'histoire des F&A avec ses vagues et ses reflux à la lumière de l'étude de Harford (2005), l'enjeu et l'ampleur de ces opérations dans la vie économique sont plus évidents. Les F&A apparaissent comme un outil essentiel d'adaptation pour les firmes confrontées à un environnement changeant et des marchés fluctuants. Leur nombre et leur volume reflètent des décisions de (ré-)allocation d'actifs en fonction de la combinaison des chocs et des conditions d'accessibilité au marché des capitaux. Les chiffres cités au terme de ce chapitre rendent compte de l'importance, tant au niveau national qu'international, de cette activité d'allocation des ressources dans l'ensemble de l'économie.

La suite de l'étude nous permettra de mieux comprendre comment le marché perçoit les enjeux des décisions de F&A en nous plaçant au moment où la nouvelle de la décision devient publique.



## **Chap. 2. Déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs lors d'annonces de F&A**

Comme indiqué au début du chapitre précédent, les décisions de F&A peuvent être créatrices ou destructrices de valeur ou encore neutres au niveau de la valeur de marché de la nouvelle entité fusionnée. Dans ce cas, la perspective est donc celle des actionnaires de la société nouvelle qui résulte de l'opération de F&A. A présent, la perspective de ce chapitre sera différente, en ce sens qu'elle adoptera celle des actionnaires de l'entreprise qui se porte acquéreur.

Dans leur étude, devenue depuis lors une référence en la matière, Jensen et Ruback (1983) ont montré que les F&A entre sociétés cotées produisent en moyenne des rendements anormaux nuls ou légèrement négatifs dans le chef des acquéreurs à l'annonce des opérations, mais sont par contre créatrices de valeur importante pour les actionnaires de la cible. C'est ainsi que la littérature financière a longtemps suggéré que les opérations de F&A ne semblaient guère bénéficier aux actionnaires de l'acquéreur et pouvaient même être potentiellement destructrices de valeur. La question empirique importante de la recherche était alors de savoir si ces opérations étaient globalement des investissements à VAN positive, nulle ou négative, et de vérifier ainsi les théories résumées au chapitre précédent.

En utilisant la méthodologie des études d'événements<sup>39</sup>, la plupart des analyses qui ont suivi l'étude fondamentale de Jensen et Ruback (1983) ont montré une création de valeur significative au niveau global des opérations, comme l'indique le tableau 2.1. ci-après. Ce tableau reprend les principales études avec calcul des rendements anormaux cumulés moyens (RACM) à la date d'annonce des opérations de F&A. L'analyse est réalisée au niveau de la cible, de l'acquéreur et de l'opération (qui combine la cible et l'acquéreur, en tenant compte de l'observation de Jensen et Ruback (1983) et de Roll (1986) quant à la taille respective des parties et donc de la pondération nécessaire des retombées individuelles en valeur). La fenêtre d'événement est définie relativement à la date d'annonce, qui correspond par convention au jour 0.

**TABLEAU 2.1. Etudes portant sur la création de valeur à l'annonce de F&A**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Retombées cibles	Retombées acquéreurs	Retombées globales
Bradley <i>et al.</i> (1988)	1963-1984	236	(-5, +5)	31,77% <sup>a</sup>	0,97% <sup>a</sup>	7,43% <sup>a</sup>
Servaes (1991)	1972-1987	704	(-1, concl.)	23,64% <sup>a</sup>	-1,07% <sup>b</sup>	3,66% <sup>a</sup>
Kaplan et Weisbach (1992)	1971-1982	209	(-5, +5)	26,90% <sup>a</sup>	-1,49% <sup>a</sup>	3,74% <sup>a</sup>
Mulherin et Boone (2000)	1990-1999	281	(-1, +1)	20,20% <sup>a</sup>	-0,37%	3,56% <sup>a</sup>
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973-1998	3688	(-1, +1)	16,00% <sup>b</sup>	-0,70%	1,80% <sup>b</sup>
Aktas <i>et al.</i> (2004)	1990-2000	443	(-5, +5)	10,15% <sup>a</sup>	-0,15%	1,51%
Betton <i>et al.</i> (2008)	1980-2005	4803	(-1, +1)	14,61%	-0,01%	0,01%

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Il convient toutefois de noter que malgré l'absence de réaction significative au niveau des rendements des acquéreurs, les rendements anormaux mesurés autour de la date d'annonce présentent en coupe transversale une variance assez élevée. Cette constatation a donc suscité une nouvelle orientation de la recherche. C'est ainsi que plus récemment bon nombre de travaux<sup>40</sup> ont analysé la dispersion en coupe transversale des

<sup>39</sup> La méthodologie des études d'événements sera explicitée dans le chapitre consacré à l'analyse empirique.

<sup>40</sup> Il convient de préciser qu'en parallèle, un autre courant de recherche s'est développé pour s'intéresser aux déterminants en coupe transversale des rendements anormaux des cibles. Nous n'aborderons pas directement ici cette littérature qui sort du cadre de notre étude. Weston *et al.* (2003) en présentent un bref aperçu.

rendements anormaux des acquéreurs afin d'isoler des sous-échantillons de F&A créatrices ou destructrices de valeur pour les actionnaires des sociétés acquérees. L'objectif de ces études était plus généralement de mettre en évidence les déterminants économiques des effets positifs ou négatifs de richesse pour les actionnaires de l'acquéreur. De fait, une étude de Stern Stewart Research<sup>41</sup> destinée aux praticiens rappelait en 2001 que les actionnaires des sociétés acquérees ne semblent guère bénéficier et risquent même de perdre de la richesse dans les transactions de F&A. Aussi leur donnait-elle six conseils pratiques inspirés des études économiques récentes en la matière parmi lesquels celui d'éviter, dans la mesure du possible, d'acheter des sociétés cotées pour leur préférer plutôt les occasions sur le marché privé.

Ce chapitre présentera une revue de la littérature axée sur les déterminants majeurs des rendements anormaux de l'acquéreur, qui sera exploitée ultérieurement dans le développement de notre étude empirique. Il est à noter que ces déterminants, loin d'être mutuellement exclusifs, conjuguent le plus souvent leur influence respective sur la manière dont les opérations sont reçues par les marchés. Nous retiendrons trois grands types de déterminants<sup>42</sup>, selon qu'ils tiennent aux caractéristiques de l'opération, aux caractéristiques de l'acquéreur ou bien de la cible. Le plan de ce chapitre divisé en trois sections reflète cette distinction.

## **2.1. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés aux caractéristiques de l'opération**

La première section de ce chapitre est consacrée aux déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs qui sont liés aux caractéristiques de l'opération de F&A. Parmi celles-ci, nous examinerons successivement l'apport des principales études relatives au mode de paiement, aux programmes d'acquisitions, à la concurrence entre

---

<sup>41</sup> SOTER D., M&A Why most winners lose, *EVALuation*, Vol.3 (4), April 2001, pp.1-12.

<sup>42</sup> Il va de soi que d'autres déterminants peuvent encore jouer un rôle dans l'explication de la dispersion (en coupe transversale) des rendements anormaux tels que la concurrence dans le marché d'acquisition (Rossi et Volpin, 2004), la proximité culturelle (Chakrabarti, Jayaraman et Gupta-Mukherjee, 2009), la proximité des systèmes économiques et juridiques dans lesquels opèrent l'acquéreur et la cible (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 1998), la structure de l'actionnariat (Gaspar, Massa et Matos, 2005), la situation financière et comptable de l'acquéreur et de la cible, etc.

acquéreurs potentiels, au caractère amical ou hostile de l'opération envisagée et à sa taille relative.

### 2.1.1. Le mode de paiement

Un des premiers auteurs à avoir mis en évidence l'impact de la méthode de paiement dans les opérations de F&A sur les rendements anormaux des acquéreurs est Travlos (1987), parallèlement avec Huang et Walkling (1987) qui ont étudié son influence pour les actionnaires des cibles. Les modes de paiement utilisés par les acquéreurs pour acheter les actions des sociétés cibles sont soit du cash<sup>43</sup>, soit des actions<sup>44</sup>, soit un mélange des deux. A titre d'exemple, ce dernier mode de paiement a été utilisé dans le cas de la constitution de ArcelorMittal, où l'acquéreur (Mittal) a proposé un mode de paiement mixte pour rémunérer les actionnaires de la cible (Arcelor). En effet, l'offre totale de 25,4 milliards d'euros (40,4 EUR par action Arcelor) était de 69% par échange de titres et 31% en cash<sup>45</sup>.

Le mode de paiement a un impact sur le rendement des acquéreurs, et ce principalement à cause d'un effet de *signalling* sur la valorisation de l'acquéreur<sup>46</sup>. En effet, le paiement en actions se justifie, entre autres, lorsque que celui-ci représente une monnaie d'échange moins chère que le cash pour l'acquéreur. Ce cas de figure se présente lorsque les titres de l'acquéreur sont surévalués par les marchés financiers. Ce faisant, le mode de paiement de l'offre signale au marché la perception du management de l'acquéreur sur la valorisation par le marché de ses propres actions.

A ce propos, Shleifer et Vishny (2003) ont d'ailleurs offert un modèle expliquant les F&A à partir de mauvaises estimations par les marchés des titres des sociétés concernées. Ce qui suppose que les marchés ne sont pas efficaces et que les managers sont rationnels et tirent profit des erreurs d'évaluation par les marchés, hypothèses inverses de Roll (1986) pour qui les marchés sont efficaces et les managers en proie à

---

<sup>43</sup> Les actionnaires de la société cible reçoivent du cash en échange des actions qu'ils apportent à l'acquéreur.

<sup>44</sup> Les actionnaires de la société cible reçoivent des actions de l'acquéreur en échange des actions de la cible qu'ils apportent à l'acquéreur.

<sup>45</sup> Voir L'Echo, 27 juin 2006.

<sup>46</sup> L'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984) prédit qu'une offre d'acquisition payée en titres sera considérée par le marché comme signe que ces titres sont surévalués.

*l'hubris*. Dans ce modèle, les dirigeants rationnels qui opèrent sur des marchés inefficients réalisent une forme d'arbitrage à travers des F&A. Les sociétés surévaluées par les marchés sont davantage capables de se lancer dans des opérations de F&A payées en titres. Elles sont même poussées à faire en sorte que leurs actions soient surévaluées, parfois en allant jusqu'à manipuler leurs bénéfices<sup>47</sup> ; elles peuvent alors financer leurs acquisitions à (bon ou) meilleur compte en actions. C'est ainsi qu'elles survivent et qu'elles croissent, alors que les firmes sous-évaluées ou moins surévaluées deviennent elles-mêmes des cibles toutes désignées.

Cohérents avec l'hypothèse de *signalling*, les résultats de Travlos (1987) indiquent que les actionnaires des acquéreurs perdent de l'argent lorsque le paiement de l'opération est conclu en actions (rendements anormaux négatifs à l'annonce) ; par contre, ceux-ci réalisent des rendements normaux lorsque l'opération est financée par du cash (absence de rendement anormal).

Pour être plus précis, Travlos (1987) a étudié, dans le contexte américain, la relation entre mode de paiement et création de richesse pour les actionnaires de l'acquéreur lors des opérations de F&A réalisées sur la période 1972-1981. Son échantillon comprend 60 opérations financées par échange d'actions, 100 cas où le mode de paiement convenu était du cash et sept combinaisons de paiement en cash et en actions où les actions représentaient entre 49 et 60 % de la transaction. Les rendements anormaux moyens observés sur 21 jours autour de la date d'annonce sont de -1,60% pour les acquisitions par échange d'actions et -0,13% pour les opérations en cash, la différence entre ces deux rendements anormaux étant statistiquement significative.

Toujours dans le contexte américain, mais sur une période d'étude plus longue et un échantillon plus large, Andrade, Mitchell et Stafford (2001) confirment les résultats de Travlos (1987). Leur échantillon, portant sur la période 1973-1998, comprend 1494 transactions en cash (le RACM sur trois jours est de 0,4%) et 2194 transactions par échange d'actions pur ou mixte (le RACM sur trois jours est de -1,5%).

Le tableau 2.2. présente les résultats obtenus par les principales études concernant l'impact du mode de paiement.

---

<sup>47</sup> Concernant la manipulation des bénéfices par les dirigeants incités à favoriser la surévaluation des titres de leur entreprise, voir notamment Erickson et Wang (1999), D'Avolio, Gildor et Shleifer (2001) (en particulier les sections 4. The evidence of information quality et 5. Company benefits of successful earnings management) ou encore Degeorge, Patel et Zeckhauser (1999) qui analysent un échantillon de 100.000 rapports trimestriels entre 1974-1996 et qui montrent tous les efforts déployés par les entreprises pour égaler ou battre légèrement les prévisions de bénéfices avancées par les analystes.

Il ressort que Asquith, Bruner et Mullins (1990), Servaes (1991), Andrade *et al.* (2001) et Campa et Hernando (2009) confirment les résultats de Travlos.

**TABLEAU 2.2. Rendements anormaux et mode de paiement**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Cash	Mixte	Actions
Travlos (1987)	1972-1981	167	(-10, +10)	-0,13 %	-	-1,60 %
Asquith <i>et al.</i> (1990)	1973-1983	186	(-1, 0)	0,20 %	-1,47 %	-2,40 %
Servaes (1991)	1972-1987	380	(-1, concl.)	3,44 %	-3,74 %	-5,86 %
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973-1998	3688	(-1, +1)	0,40 %	-	-1,50 % <sup>b</sup>
Campa <i>et al.</i> (2009)	1999-2007	470	(-1, +1)	0,43 %	-0,80 %	-1,50 % <sup>b</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Sans mesurer l'impact sur les RAC des acquéreurs à l'annonce, Martin (1996) montre cependant la corrélation positive qu'il y a entre paiement en actions, d'une part, et les opportunités de croissance de l'acquéreur, la faible liquidité à sa disposition, le marché et les rendements élevés de ses titres avant l'acquisition, d'autre part.

Dans le contexte européen, Faccio et Masulis (2005) ont étudié les facteurs qui influencent le choix du mode de paiement dans les opérations de F&A. Leur échantillon couvre la période 1997-2000 et comprend 3667 transactions réalisées par des acquéreurs européens, dont 65,3% par des acquéreurs anglais. Le mode de paiement se répartit de la façon suivante : 2942 opérations en liquide ; 416 transactions avec paiement mixte et 309 par pur échange de titres. Un des résultats importants de leur travail est que lorsque les actions des acquéreurs ont tendance à être surévaluées par le marché, ces derniers utilisent des actions pour financer leurs acquisitions. L'indicateur ou proxy utilisé pour estimer la surévaluation est la variable *runup*. Il s'agit du rendement cumulé sur un an par l'acquéreur et calculé sur la période précédant l'annonce de l'acquisition. Le *runup* est de 13% en moyenne pour les acquisitions par échange d'actions. Par contre, celui-ci est seulement de 5% pour les opérations en liquide. Ce résultat indique clairement que l'effet de *signalling* est également présent dans le contexte européen. D'autre part, comme Martin (1996), ils mettent également en évidence que le choix du mode de paiement est le résultat d'un compromis entre les risques d'une modification de la

structure actionnariale, qui découragent le paiement en titres, et les contraintes d'équilibre financier pesant sur l'acquéreur, qui au contraire favorisent le paiement en titres. C'est ce qui conduit Campa et Hernando (2009) à étudier l'interaction qui existe entre les conditions de crédit, le mode de paiement et la création de valeur sur un échantillon européen d'opérations de F&A entre 2000 et 2007. Ils constatent que des conditions de crédit plus favorables, mesurées par l'écart de rendement entre obligations commerciales et actions, favorisent les F&A et le paiement en cash, et en même temps des F&A moins créatrices de valeur pour les acquéreurs et les cibles.

Avant de conclure à propos du mode de paiement, notons encore le nouvel éclairage qu'apporte l'étude de Mitchell, Pulvino et Stafford (2004). Comme nous l'avons vu jusqu'ici, les interprétations communes de la réaction négative par rapport aux F&A réalisées par échange d'actions sont soit l'effet de *signalling*, soit l'estimation par le marché que ces opérations constituent des projets d'investissement destructeurs de valeur. Mitchell *et al.* (2004) tempèrent ces considérations. A leurs yeux, les techniques financières utilisées par les investisseurs professionnels peuvent exercer une influence non négligeable sur les cours des sociétés impliquées dans des opérations de F&A. Ainsi, l'arbitrage qui consiste à vendre à découvert les titres de l'acquéreur provoque sur le cours une pression à la baisse. En se basant sur les recherches consacrées au marché des actifs financiers, et notamment des actions des sociétés qui intègrent un indice comme le S&P 500<sup>48</sup>, les auteurs admettent l'existence temporaire de tensions sur le marché pouvant l'empêcher de garantir une parfaite élasticité des courbes d'excès de demande. Dans un marché parfait des capitaux, les investisseurs peuvent acheter et vendre autant de titres qu'ils veulent au prix du marché qui reflète toute l'information publique pertinente. En réalité, concrètement sur les marchés, des circonstances comme l'inclusion d'une valeur dans un indice de référence comme le S&P 500 n'apportent aucune nouvelle information sur la distribution future des revenus, mais provoquent néanmoins des ajustements des courbes d'excès de demande dus aux stratégies d'investissement qui suivent cet indice. Il en va de même autour de l'annonce d'opérations de F&A. L'activité d'arbitrage par ventes à découvert est telle qu'elle augmente considérablement l'offre réelle des titres de l'acquéreur<sup>49</sup>. Ceci est d'autant

---

<sup>48</sup> Parmi les premières études, confirmées ensuite par d'autres qui ont étudié l'inclusion ou la suppression de sociétés dans l'indice, Harris et Gurel (1986) et Shleifer (1986) estiment des rendements anormaux de l'ordre de 3 % le jour de l'entrée dans l'indice pour le titre de la firme considérée.

<sup>49</sup> Les auteurs citent l'exemple de l'acquisition de Compaq par Hewlett Packard en septembre 2001 pour un prix de 0,6325 action de HP pour une action de Compaq. A l'annonce, plus de 20 millions d'actions de

plus compréhensible si l'on sait la spécialisation extrême des investisseurs professionnels parmi lesquels les arbitragistes spécialisés dans les opérations de F&A ('*risk arbitrage*') qui assurent les actionnaires des cibles contre l'échec éventuel de la transaction. Mitchell *et al.* (2004) vont jusqu'à estimer que près de la moitié de la réaction négative du cours durant la période d'annonce de transactions de F&A financées par actions est le reflet de cette pression à la baisse induite par les ventes à découvert des arbitragistes ! Ceci impliquerait alors l'existence d'un biais systématique négatif dans les estimations faites précédemment à propos des effets de richesse des F&A. Sur un échantillon de 2130 F&A entre 1994 et 2000, Mitchell *et al.* (2004) observent des RAC moyens de l'ordre de -2,65 % sur une période de 3 jours autour de la date de l'annonce pour les opérations financées par échange d'actions à proportion fixe. Mais en contrôlant la variation des taux à découvert due à l'activité des arbitragistes, les RAC moyens observés retombent à -1,44 %. Par conséquent, une des conclusions à tirer est que les effets de richesse estimés par les études d'événement sont tirés vers le bas par certains types de M&A. Les effets de pression sur le prix ne sont pas plus forts que les effets dus à l'information, mais les premiers ne sont pas négligeables et influencent l'estimation faite des seconds.

Le rôle de l'arbitrage dans les F&A est aussi reconnu par Hsieh et Walkling (2005). Ils estiment également que les changements de position d'arbitrage constituent un déterminant important de la probabilité de succès des offres et de l'importance des primes offertes. Sur un échantillon de 608 offres réparties entre 1992 et 1999, ils vérifient que la probabilité de finaliser l'opération de F&A et la taille de la prime offerte sont positivement corrélées à l'augmentation des positions détenues par les arbitragistes. Ils confirment à la fois les deux hypothèses d'arbitrage actif et passif développées dans la littérature. L'hypothèse d'arbitrage passif suppose que les arbitragistes sont plus habiles à prévoir l'issue d'une offre d'acquisition<sup>50</sup>. La variation des positions détenues révèle alors cette capacité. L'hypothèse d'arbitrage actif soutient que l'arbitrage influence la probabilité de conclusion positive de l'opération, les primes offertes et les rendements obtenus par les arbitragistes<sup>51</sup>.

---

HP ont été vendues à découvert, venant s'ajouter aux 30 millions d'actions déjà négociées à découvert ; ce volume additionnel représentait un volume supérieur à celui de 4 jours ordinaires, en se basant sur la médiane quotidienne des volumes de transactions de l'action HP sur les 3 derniers mois !

<sup>50</sup> C'est l'explication soutenue par Larcker et Lys (1987). Ceux-ci adaptent de cette manière l'hypothèse d'arbitrage purement passif qui considère les arbitragistes comme de communs investisseurs sans capacité particulière réelle à prédire l'issue des opérations de F&A.

<sup>51</sup> Ce sont les modèles développés par Gomes (2001) et Cornelli et Li (2002).

Pour conclure sur le mode de paiement, il est important de souligner que le paiement par échange d'actions est particulièrement intéressant dans deux autres cas de figure.

- Lorsqu'il s'agit de financer des opérations portant sur des cibles de taille importante : le paiement en actions évite à l'acquéreur de devoir lever des fonds sur les marchés financiers et bancaires (opération coûteuse qui augmente le risque financier de l'entreprise). Dans l'échantillon de Faccio et Masulis (2005), les transactions financées par actions sont en moyenne 17 fois plus importantes que celles exclusivement en cash.
- Lorsqu'il s'agit de financer des opérations où il y a une forte asymétrie d'information concernant l'évaluation de la cible : il semble optimal pour l'acquéreur d'offrir des actions aux actionnaires de la cible afin de partager avec ces derniers les risques liés à la mauvaise évaluation de la cible (Hansen, 1987 ; Officer, Poulsen et Stegemoller, 2009), notamment quand celle-ci n'est pas cotée ou quand il s'agit d'une cible étrangère, comme nous le verrons dans la dernière section de ce chapitre à propos du statut de la cible et de la proximité géographique.

## **2.1.2. Les programmes d'acquisitions**

L'étude du phénomène des F&A demande une lecture plus large qu'une simple analyse d'opérations individuelles. En effet, une opération isolée effectuée à un moment donné sur le marché traduit bien souvent une stratégie de développement à mettre en œuvre sur une période déterminée définie par l'entreprise. Cette stratégie dépasse le cadre d'une opération unique ; et le marché intègre cette information et interprète donc l'opération comme la concrétisation d'une politique à plus long terme.

### ***2.1.2.1. Les premières études***

Fréquemment les opérations de F&A sont le fruit de la mise en place d'un programme d'acquisitions d'entreprises (achats successifs par le même acquéreur de plusieurs entreprises sur une certaine période) (Schipper et Thomson, 1983 ; Asquith,

Bruner et Mullins, 1983). Le fait que l'opération étudiée fait partie ou non d'un programme est important. En effet, l'hypothèse avancée serait que les gains de l'ensemble du programme sont anticipés à l'annonce du programme qui démarre avec la première acquisition de l'entreprise. Les réactions du marché aux opérations consécutives reflètent, outre la partie non anticipée, la révision des anticipations sur la mise en œuvre du programme. Lorsque l'entreprise se lance dans des programmes d'acquisitions, les rendements anormaux de l'acquéreur sont positifs pour la première transaction, et ont tendance à décroître en fonction des opérations successives (Fuller, Netter et Stegemoller, 2002).

Schipper et Thompson (1983) sont parmi les premiers à proposer une analyse empirique de l'effet d'annonce des programmes d'acquisitions. Ils analysent les rendements anormaux de 55 entreprises américaines ayant mis en oeuvre un programme d'acquisitions (de type congloméral) sur la période 1952 à 1968. Ils rapportent un rendement anormal de 13% sur une période de 12 mois comprenant le mois d'annonce du programme. Cependant, la réaction du marché est plus faible aux annonces des acquisitions successives. Selon Schipper et Thompson, le marché financier semble capitaliser dès l'annonce du programme les effets attendus des opérations de F&A.

Asquith, Bruner et Mullins (1983) défendent également l'idée que les entreprises se lancent en général dans des acquisitions multiples faisant partie de programmes d'acquisitions, plutôt que de réaliser des F&A isolées. En effet, sur la période 1963-1979, 45% des acquéreurs de leur échantillon ont réalisé au moins quatre opérations de F&A. Toutefois, contrairement à Schipper *et al.* (1983), Asquith *et al.* (1983) ne valident pas l'hypothèse de capitalisation selon laquelle tous les gains du programme sont anticipés à l'annonce de la première acquisition. De même, Malatesta et Thompson (1985) utilisent un modèle plus robuste aux événements partiellement anticipés pour trouver des rendements anormaux significatifs lors des acquisitions successives réalisées par des entreprises ayant annoncé un programme d'acquisitions, ce qui remet en question l'hypothèse de capitalisation.

Un peu plus tard cependant, Loderer et Martin (1990), sur un échantillon de 1966 à 1984, observent à leur tour que les premières acquisitions ont un effet d'annonce plus important que les acquisitions ultérieures : les premières donnent un RAC moyen d'environ 1 %, les deuxièmes et troisièmes de 0,2 % et 0,3 % respectivement.

### 2.1.2.2. Les études récentes

Il ressort du paragraphe précédent que les études initiales sont relativement divergentes concernant le comportement des rendements anormaux des acquéreurs dans les acquisitions successives. Par contre, les études récentes reprises dans le Tableau 2.3 documentent sans équivoque une décroissance des rendements anormaux des acquéreurs à travers les opérations successives, soutenant donc l'hypothèse de capitalisation. Ce tableau présente les rendements anormaux cumulés (RAC) moyens des acquéreurs en fonction de l'ordre des acquisitions. *N* correspond au nombre total d'acquisitions dans l'échantillon.

**TABLEAU 2.3. Rendements anormaux et programme d'acquisitions**

	Echantillon	Ordre dans le programme d'acquisitions					
<b>Fuller et al. (2002)</b> <i>RAC AM<sup>(1)</sup></i> <i>sur 5 jours</i>	Période: 1990-2000 <i>N=3.135</i> Acquéreurs US	1 <sup>e</sup>		5 <sup>e</sup> et >5			
		2,74%		0,52%			
<b>Conn et al. (2004)</b> <i>RAC AM sur 3 jours</i>	Période: 1984-1998 <i>N=3.842</i> Acquéreurs UK	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup> – 3 <sup>e</sup>		>3		
		0,88%	0,46%		-0,16%		
<b>Ahern. (2007)</b> <i>RAC AM sur 5 jours</i>	Période: 1981-2004 <i>N=12.942</i> Acquéreurs US	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>	4 <sup>e</sup>	5 <sup>e</sup>	>5
		3,19%	2,10%	1,53%	1,52%	0,84%	-0,11%
<b>Billett et al. (2008)</b> <i>RAC MM</i> <i>sur 5 jours</i>	Période: 1985-2002 <i>N=3.702</i> Acquéreurs US Cibles US cotées	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>	4 <sup>e</sup>	5 <sup>e</sup>	6 <sup>e</sup>
		-0,10%	-1,54%	-1,37%	-1,66%	-1,21%	-1,74%
<b>Ismail (2008)</b> <i>RAC MM</i> <i>sur 5 jours</i>	Période: 1985-2004 <i>N=16.221</i> Acquéreurs US	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>	4 <sup>e</sup>	5 <sup>e</sup>	6 <sup>e</sup>
		2,74%	0,52%	1,44%	0,81%	0,22%	0,32%
<b>Croci et al. (2009)</b> <i>RAC MM</i> <i>sur 5 jours</i>	Période: 1990-2002 <i>N=4.285</i> Acquéreurs US	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>	4 <sup>e</sup>	5 <sup>e</sup>	>5
		1,60%	1,62%	1,13%	1,00%	1,12%	-0,41%
<b>Aktas et al. (2009<sup>b</sup>)</b> <i>RAC AM sur 5 jours</i>	Période: 1990-2002 <i>N=3.909</i> Acquéreurs US	1 <sup>e</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>	4 <sup>e</sup>	5 <sup>e</sup>	>5
		1,25%	0,61%	0,67%	0,76%	0,51%	-0,43%

(1) MM=Modèle de Marché ; AM= Ajusté du Marché

Fuller, Netter et Stegemoller (2002) analysent les acquéreurs américains qui ont réalisé sur une période de temps de trois années au moins cinq acquisitions d'entreprises publiques (cotées en bourse), privées (non cotées) ou filiales. Leur échantillon comprend 3135 acquisitions réalisées par 539 acquéreurs sur la période 1990-2000. Pour un acquéreur donné, Fuller *et al.* (2002) identifient le début du programme d'acquisitions comme étant l'acquisition qui n'est pas précédée par une autre

acquisition sur une période antérieure de trois ans. Les auteurs reportent un rendement anormal moyen significatif de 2,74% pour les acquéreurs lors de leur première opération (début du programme d'acquisitions), tandis que ce rendement est de 0,52% (non significatif) pour les cinquième et suivantes. L'explication proposée par les auteurs est que les acquéreurs ont tendance, après leur première acquisition, soit à négocier moins efficacement, soit à créer moins de synergie dans les F&A suivantes. Conn, Cosh, Guest et Hughes (2004), dans le contexte anglais, montrent également que la première acquisition crée plus de valeur actionnariale. Dans le contexte américain, les autres études reprises dans le tableau confirment les résultats de Fuller *et al.* (2002).

Un argument le plus souvent avancé dans ces études ultérieures<sup>52</sup> est l'hypothèse d'*hubris*, l'hypertrophie de la confiance des managers déployant tous ses effets au fur et à mesure de la réalisation du programme. Nous reviendrons sur l'*hubris* dans la section suivante.

Plutôt que de concentrer l'analyse sur l'entreprise comme le font la majorité des études dans le domaine, Aktas *et al.* (2009<sup>b</sup>) se focalisent sur les dirigeants des entreprises américaines. Roll (1986) mettait peu d'espoir dans les leçons tirées des erreurs du passé de la part des dirigeants acquéreurs : car si les entreprises s'engagent dans de multiples acquisitions, la carrière moyenne d'un dirigeant acquéreur ne lui permet guère d'en réaliser un grand nombre. Cependant, les auteurs partent du principe que les dirigeants d'entreprise (CEO) jouent un rôle important dans le processus de décision (Bertrand et Schoar, 2003) ; il n'est donc pas inutile d'identifier les programmes d'acquisitions réalisés par le couple dirigeant-entreprise. En contrôlant pour le CEO, Aktas *et al.* (2009<sup>b</sup>) recourent les résultats de Fuller *et al.* (2002). Mais ils réfutent l'hypothèse d'*hubris* qui devrait se traduire empiriquement par une surprime et une probabilité significative de RAC négatifs non reportées dans les études citées. Ils avancent en revanche une autre explication basée sur les capacités d'apprentissage des dirigeants : ceux-ci acquièrent de l'expérience qui améliore leur sélection des cibles et leur intégration ; le risque associé aux F&A décroît, tandis que l'agressivité de leurs offres augmente en lien avec leur aversion au risque ; ils remportent dès lors plus souvent les enchères, mais avec un prix payé plus élevé. La part de richesse destinée à

---

<sup>52</sup> A l'exception de Ahern (2007) qui décèle que la décroissance est due aux caractéristiques des opérations et non à celles de l'acquéreur, sans effet mesurable d'*hubris*, d'agence ou d'opportunités décroissantes.

leurs actionnaires décroît donc d'autant, ce qui explique la décroissance observée des RAC.

### 2.1.3. La concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels

Un autre facteur influençant les rendements des acquéreurs est la concurrence qui peut s'exercer publiquement entre plusieurs acquéreurs potentiels d'une même cible.

La recherche indique généralement que la concurrence exerce des effets négatifs en diminuant les rendements anormaux cumulés des acquéreurs. Le tableau 2.4. reprend les résultats des principales études sur le sujet.

**TABLEAU 2.4. Rendements anormaux et concurrence entre acquéreurs potentiels**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Un seul candidat	Plusieurs candidats
Bradley <i>et al.</i> (1988)	1963-1984	236	(-20, +1)	2,75 %	-0,51 %
Servaes (1991)	1972-1987	384	-	-0,35 %	-2,97 %
Schwert (1996)	1975-1991	1523	(-42, +1)	1,90 %	0,20 %
Boone <i>et al.</i> (2008)	1989-1999	308	(-1, +1)	-0,71 %	-0,69 %

Si la constatation semble claire, avec une nuance pour la dernière étude mentionnée sur laquelle nous reviendrons dans la suite, elle demande néanmoins à être doublement nuancée : d'une part, en fonction de l'offrant qui l'emporte, et d'autre part, en fonction du moment choisi pour mesurer l'effet de la concurrence.

Avec une proportion de 73 opérations à offres multiples contre 163 à candidat unique, l'échantillon de Bradley *et al.* (1988) révèle des rendements positifs de 2,75 % lorsque le candidat est seul, mais légèrement négatifs en présence de plusieurs acquéreurs potentiels. Les auteurs précisent toutefois que ces résultats sont biaisés par le fait que l'échantillon ne compte que les acquéreurs effectifs, qui ne sont pas nécessairement les premiers offrants. Seul 24 des 73 cas à offres multiples ont vu le

premier offrant l'emporter : dans ces cas-là, les rendements anormaux cumulés sont sensiblement en ligne avec les opérations à candidat unique, puisqu'ils sont de l'ordre de 2%. Mais ils sont seulement de -2,5% pour les acquéreurs effectifs qui ne sont pas les premiers offrants !

Quant à Servaes (1991) et Schwert (1996), ils confirment pour leur part que l'effet de la concurrence des offres s'exerce principalement sur la période qui suit l'annonce, ou *markup*, par opposition au *runup*. Le choix de la fenêtre d'événement n'est donc pas indifférent.

Ne sont pas indifférentes non plus les législations mises en place par les gouvernements. Jarrell et Poulsen (1989) présentent cette originalité d'étudier les offres publiques d'acquisitions sur une longue période qui va de 1963 à 1986 : ils tiennent compte de la taille relative de l'opération, ainsi que de l'effet de concurrence entre offrants, mais ils intègrent en outre l'apport de Jarrel et Bradley (1980). En effet, l'environnement des opérations de F&A aux Etats-Unis a connu des changements radicaux sur la période considérée. L'adoption du Williams Act en 1968 et d'amendements en 1970 marque selon eux une césure. Le degré de concurrence entre acquéreurs potentiels et la répartition des gains entre acquéreurs et cibles sont déterminés par la réglementation en vigueur. Ils vérifient que cette législation, obligeant à une plus grande publicité et transparence, a permis aux offrants successifs d'exploiter l'information de l'offrant initial. Les conséquences sont que les RAC des acquéreurs sont passés d'une moyenne de 9 % avant le Williams Act à 6 % après, alors que les RAC des cibles ont augmenté de 20 % environ !

Comme le montre le tableau récapitulatif, Boone et Mulherin (2008) se démarquent cependant des conclusions convergentes des études antérieures. Leur singularité est qu'ils se basent sur l'ensemble du processus de négociation lors de F&A. Ils considèrent que les tractations se déroulent, pour une bonne part, de manière privée et que la partie publique des négociations ne révèle pas tous les antécédents nécessaires à l'étude d'événement. A leurs yeux, la phase publique d'acquisition des entreprises n'est que la pointe de l'iceberg!

Ils avaient déjà exploité, dans leur étude publiée en 2007, des données tirées de la phase privée des négociations. Ils avaient en effet découvert que si seulement 13 % des sociétés de leur échantillon étaient considérées comme ayant reçu des offres de plusieurs acquéreurs potentiels, près de la moitié de l'échantillon déclaraient dans les

documents officiels remis à la SEC<sup>53</sup> avoir mené des négociations privées avec plusieurs prétendants ! Leur analyse d'étude d'événement constatait alors que, contrairement aux observations et aux attentes habituelles, les effets de richesse en faveur des actionnaires des cibles sont comparables aussi bien dans un processus d'enchères ouvert à plusieurs offrants que dans un processus de négociation réservé à un seul candidat acquéreur.

Leur étude de 2008 considère cette fois les effets de richesse non plus sur les actionnaires des cibles, mais bien pour les actionnaires des acquéreurs. Elle met en lumière que les faibles RAC des acquéreurs ne sont pas tant le résultat de la 'malédiction du gagnant' qui, par son comportement non optimal, est incapable d'adapter sa stratégie au niveau de concurrence et d'incertitude, que l'effet d'un marché concurrentiel des F&A qui se manifeste essentiellement avant toute annonce publique. Leur échantillon contraste les bases de données traditionnelles car il est constitué d'opérations pour lesquelles les documents légaux ont été examinés aux différents stades de négociation. Ils fournissent ainsi des exemples où les bases de données ne révèlent qu'un seul offrant au moment de l'annonce sans tenir compte du fait qu'il y en avait en réalité plusieurs dans la phase privée préliminaire. Leurs résultats n'indiquent aucune relation entre les RAC des acquéreurs et l'ampleur de la concurrence pour le rachat des cibles, ce qui réfute l'hypothèse de la 'malédiction du gagnant' pour l'échantillon considéré.

Mais la présence de plusieurs offres concurrentes peut aussi être la conséquence d'une première offre hostile et la résultante d'une stratégie de défense de la part de la cible. C'est ce qui nous conduit à examiner à présent l'impact du caractère amical ou hostile de l'opération.

#### **2.1.4. Le caractère amical ou hostile de l'opération**

La littérature scientifique semble indiquer que le caractère amical ou hostile d'une proposition de F&A peut avoir un impact sur les rendements anormaux des acquéreurs.

---

<sup>53</sup> Aux Etats-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), créée en application de l'art. 4 du *Securities Exchange Act* adopté par le Congrès en juin 1934, est l'organisme fédéral qui exerce principalement une double mission de contrôle de l'information financière et de protection de l'épargne publique sur les marchés.

Toutefois, si la notion d'hostilité peut paraître simple dans sa définition théorique, elle est beaucoup plus subtile dans son acception pratique.

Servaes (1991) qualifie d'hostiles les offres considérées par le *Wall Street Journal* comme non soutenues par le management de la cible. Ces offres peuvent réduire les RAC des acquéreurs en raison de la prime plus importante payée pour conquérir la cible ou en raison des mesures de défense prises par ses dirigeants pour la rendre moins intéressante. Cette dernière explication est en ligne avec l'hypothèse vérifiée peu avant par Pound (1988).

Schwert (2000) consacre toute son étude à la question du caractère hostile des opérations. La réalité est selon lui plus complexe qu'il n'y paraît : la plupart des opérations comportent en effet à la fois des transactions amicales et hostiles, parce que certaines parties prenantes sont désavantagées par rapport à d'autres et parce que toutes n'ont pas le même intérêt à voir aboutir les tractations. D'ordinaire, l'hostilité est perçue dans le cadre de négociations en cours qui sont rendues publiques. Ces révélations font partie des stratégies de négociations, ce qui rend encore plus ambiguë la distinction entre opération hostile ou amicale. Et le caractère de l'opération peut aussi évoluer au cours de la négociation. Etant donné la complexité de la question, Schwert se base sur différents critères d'hostilité non mutuellement exclusifs. Il conclut que la plupart des caractéristiques liées à l'hostilité semblent refléter des choix stratégiques de la part de l'acquéreur ou de la cible pour maximiser leur gain respectif. Les chiffres reproduits dans le tableau ci-dessous sont à prendre avec prudence car il n'y a pas de forte relation, selon lui, entre l'hostilité reportée par les bases de données et les RAC des acquéreurs. Dès lors, le choix stratégique optimal de l'acquéreur ne s'impose pas d'emblée ; il dépend de la perception qu'il a de l'attitude de la cible en fonction des circonstances. Néanmoins, le facteur composite qu'il retient pour identifier l'hostilité est associé négativement aux RAC des acquéreurs.

**TABLEAU 2.5. Rendements anormaux et caractère de l'offre**

Etude	Période	Taille d'échantillon	Fenêtre d'événement	amical	hostile
Servaes (1991)	1972-1987	384	-	-0,16%	-4,71%

Comme Boone *et al.* (2008) nous incitent à la prudence sur le facteur de concurrence d'acquéreurs potentiels tel qu'il ressort des bases de données, Schwert (2000) nous rappelle à la complexité des manœuvres des F&A et à la simplification réductrice de la réalité du tout amical ou du tout hostile.

### **2.1.5. La taille relative de l'opération, de l'acquéreur et de la cible**

Jensen et Ruback (1983) et Roll (1986) ont déjà attiré l'attention sur l'importance des tailles des acteurs en présence lors d'opérations de F&A. La problématique de la taille relative de l'opération implique que nous tenions en même temps compte de la taille de l'acquéreur et de la cible. C'est la raison pour laquelle nous traitons ensemble la question des tailles.

Une des hypothèses que formulent et testent Asquith, Bruner et Mullins (1983) est l'effet de taille qu'ils définissent de la manière suivante : si la valeur de l'acquéreur est influencée par une F&A, les RAC observés devraient dépendre de la taille relative de l'acquéreur et de la cible. Ils divisent les F&A de leur échantillon en deux catégories : celles où les fonds propres de la cible représentent moins de 10 % de la valeur de l'acquéreur et les autres. A partir de leur échantillon qui s'étend de 1963 à 1979, ils observent que les RAC des acquéreurs sont positivement corrélés à la taille relative de leurs cibles : en moyenne, une F&A d'une cible de moitié plus petite que l'acquéreur entraîne pour celui-ci des RAC supérieurs de 1,8 % par rapport à ceux provoqués par une opération impliquant une cible ne pesant que 10 % de la valeur de l'acquéreur.

Par contre, les mêmes auteurs, dans une étude postérieure (1990), ne trouvent aucune relation significative entre les RAC des acquéreurs et la taille relative de l'opération lors d'offres en cash.

Pour Roll (1986), les résultats observés par rapport à la taille relative reflètent soit que plus les cibles sont importantes, plus les acquéreurs les valorisent avec précision, soit qu'ils offrent une prime plus faible parce qu'il est plus facile d'acquérir les titres d'une cible importante à l'actionnariat plus dispersé.

Jarrell et Poulsen (1989) analysent un échantillon d'offres publiques d'acquisitions qui s'étend sur trois décades (1963-1986). Pour chacune de celles-ci comme pour

l'ensemble de la période, la taille relative de l'opération exerce une influence positive statistiquement significative sur les RAC des acquéreurs.

Loderer et Martin (1990) confirment les résultats précédents à partir d'un échantillon de F&A de 1966-1984. Toutefois, la constatation est modifiée lorsqu'ils classent les effets d'annonce de deux manières différentes : l'une à partir de la valeur relative d'acquisition définie comme le montant convenu du paiement de la cible divisé par la valeur de capitalisation de l'acquéreur, l'autre à partir de la valeur du paiement de l'acquisition en dollars de 1984. Cette distinction révèle que les petites acquisitions ont un effet significativement plus important que les grandes et que les 5 % plus grandes opérations (qui excèdent les 500 millions) réduisent la richesse des acquéreurs ! Il apparaît que ces sociétés paient beaucoup trop cher les cibles importantes. Ces opérations pourraient être, selon eux, celles qui correspondent le mieux à l'hypothèse d'*hubris* de Roll (1986) ou celles qui sont les plus prometteuses en terme d'avantages personnels pour les managers au sens de Morck, Shleifer et Vishny (1990).

Sur un vaste échantillon de 12023 opérations s'étendant de 1980 à 2001 et comprenant des cibles cotées, non cotées et filiales, Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) observent, sur une fenêtre d'événement de trois jours autour de la date d'annonce, un RAC moyen positif de 1,1 % en faveur des acquéreurs. Ils relèvent qu'un RAC moyen donne le même poids à toutes les sociétés de l'échantillon, quelle que soit leur capitalisation boursière. Or, pour évaluer la signification économique des gains des actionnaires acquéreurs, les RAC devraient être pondérés selon la taille des entreprises. Une manière de faire est d'estimer les RAC en dollars selon la méthode introduite par Malatesta (1983) : le rendement anormal en pourcentage multiplié par la capitalisation boursière de la société, le tout cumulé sur la fenêtre d'événement. Ce faisant, ils obtiennent alors un RAC moyen négatif de -25,2 millions de dollars de 2001. Ce changement de signe entre le RAC moyen en pourcents et le RAC moyen en dollars est révélateur d'un effet de taille dans l'échantillon. Ils divisent alors les acquéreurs en deux groupes (autour du 25<sup>e</sup> percentile de la distribution annuelle des capitalisations boursières du NYSE) pour dégager un RAC moyen en pourcents quasiment nul (0,08 %) pour les grandes sociétés acquéreuses et un RAC moyen en pourcents largement positif (2,32 %) pour les petites, quel que soit le mode de paiement ou le statut de la cible. Les petits acquéreurs réalisent des petites acquisitions avec de petits gains bénéfiques pour leurs actionnaires, les grands réalisent des grandes acquisitions avec de

lourdes pertes au dam de leurs actionnaires. Au niveau agrégé, le résultat est que le poids lourd des pertes entraîne le poids léger des gains dans le rouge. C'est l'argument que les auteurs développent en 2005 lorsqu'ils examinent la destruction de valeur intervenue dans la dernière vague de fusions de 1998 à 2001 par rapport à la période de 1980 à 1997. Ils signalent le danger des résultats agrégés : ces dernières années ont connu un petit nombre d'opérations à synergie négative mais de la part de sociétés dont la valorisation était extrêmement élevée. Sans ces acquisitions, la richesse des acquéreurs aurait augmenté.

Ils testent diverses hypothèses traditionnelles. Parmi celles-ci, l'hypothèse d'« *hubris* » : ils concluent que les managers des grandes sociétés paient davantage leurs acquisitions en vérifiant que la prime payée croît avec la taille de l'acquéreur et que les négociations menées par les grandes ont plus de chance d'aboutir à la conclusion de F&A. Ce qui tend à prouver la présence plus fréquente d'un problème d'« *hubris* » dans les grandes sociétés. Par contre, l'hypothèse de surévaluation des grandes sociétés n'est pas confirmée, parce que l'effet de taille persiste quand ils passent d'une estimation de la taille basée sur la capitalisation boursière à une estimation basée sur la valeur comptable des actifs. De même, l'hypothèse des free cash flows (Jensen et Meckling, 1976) n'est que peu soutenue, bien que les résultats aillent dans le sens de l'existence de coûts d'agence importants au niveau du management des grandes entreprises.

Le tableau 2.6 synthétise les études qui rapportent les RAC des acquéreurs en relation avec la taille relative.

**TABLEAU 2.6. Rendements anormaux des acquéreurs et taille relative**

<b>Etudes</b>	<b>Périodes</b>	<b>Tailles d'échantillon</b>	<b>Fenêtres d'événement</b>	<b>Petites cibles</b>	<b>Grandes cibles</b>
Asquith <i>et al.</i> (1983)	1963-1979	214	(-20, 0)	1,7 %	4,1 %
<b>Etudes</b>	<b>Périodes</b>	<b>Tailles d'échantillon</b>	<b>Fenêtres d'événement</b>	<b>Petits acquéreurs</b>	<b>Grands acquéreurs</b>
Moeller <i>et al.</i> (2004)	1980-2001	12023	(-1, +1)	2,32 % <sup>a</sup>	0,08 %

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Nous verrons au cours de notre étude empirique ce que suggère l'observation des facteurs que nous venons de passer en revue et qui concernent l'opération. La partie

suivante s'attache à l'examen des caractéristiques de l'acquéreur habituellement retenues par la littérature scientifique.

## **2.2. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés à leurs propres caractéristiques**

Après avoir examiné les déterminants liés aux caractéristiques de l'opération, nous abordons à présent les études consacrées aux caractéristiques des acquéreurs et principalement la présomption des dirigeants, la qualité de la gouvernance et la participation des dirigeants dans la propriété de leur entreprise.

### **2.2.1. La présomption des dirigeants**

A plusieurs reprises déjà, il a été question de la notion d' « *hubris* » des dirigeants, cet excès de confiance, cette démesure inspirée surtout par l'orgueil et que la Grèce antique considérait comme la faute sociale suprême, par opposition à la modération ou à la vertu de tempérance. Nous avons résumé la réflexion de Roll (1986) dans le chapitre premier à propos de la théorie des F&A vues comme décisions neutres quant à la valeur. Nous venons de voir que la notion est très présente aussi dans l'examen de l'effet de taille. Il n'est pas inutile d'y revenir à présent pour y voir un déterminant à part entière lié aux caractéristiques de l'acquéreur.

Roll introduit ce concept dans la recherche sur les F&A en réaction aux conclusions que nous connaissons de Jensen et Ruback (1983) qui résumaient plus de quarante années de publications scientifiques consacrées à ce type d'opérations.

Insatisfait par les hypothèses émises jusque là, il cherche à comprendre le pourquoi de pareilles décisions. Le raisonnement est simple et fondamental. Il décompose en trois étapes la réflexion préalable à la décision de F&A : le choix de la cible, son évaluation et la comparaison de la valeur ainsi obtenue avec le prix du marché. Si la valeur est en dessous du prix, le projet est abandonné ; si la valeur dépasse le prix, l'offre est présentée, normalement par prudence sous la valeur déterminée au terme de l'évaluation. Cela donne en effet la possibilité de faire face à des offres concurrentes de rivaux possibles, d'entamer une négociation plus ouverte avec la cible et de garantir encore une couverture des erreurs éventuelles d'évaluation. L'élément crucial est qu'un prix de marché observable existe et qu'il exclut un type d'erreur, l'erreur d'évaluation en dessous de ce prix : dans ce cas, l'offre ne sera jamais proposée puisque insuffisante. Nous pouvons représenter l'évaluation comme une variable aléatoire dont le prix du marché est la moyenne et il n'y a d'offres qui tiennent qu'au dessus de celle-ci. La prime d'acquisition est en soi une erreur aléatoire commise lors de l'évaluation par l'acquéreur, toujours dans la même direction, c'est-à-dire au dessus du prix moyen, puisque l'autre erreur n'est pas observable. L'acquéreur sera convaincu que son évaluation est correcte à l'encontre du marché. Roll explique donc l'absence de gains au niveau agrégé des F&A par cette présomption dominante des offrants. Telle est l'hypothèse d'*hubris* qu'il formule.

Le lien qu'il établit ensuite avec la théorie des enchères est tout aussi éclairant : le marché de contrôle des entreprises est analogue aux enchères publiques. Le premier offrant est le marché et la première offre est le prix du marché. Le second offrant est l'acquéreur potentiel et son offre aura tendance à être plus faible que sa propre estimation, par crainte de payer trop et de subir 'la malédiction du gagnant' (*winner's curse*). La plupart du temps, il abandonnera l'enchère pour laisser le premier offrant l'emporter, soit le marché. Dans l'étude des F&A, les cas où le marché emporte l'enchère sont oubliés, il ne reste que les cas où les F&A ont lieu, c'est-à-dire où le second offrant l'emporte, sûr de son évaluation, alors qu'il sait que le risque est grand que celle-ci soit erronée par rapport à celle du marché. La plupart des autres justifications des F&A, écrit-il, reposent sur le présupposé que les marchés sont inefficients au sens fort au moins de manière temporaire : soit que le marché financier ignore des informations que l'acquéreur détient, soit que le marché des produits est organisé de manière inefficace (synergies, monopoles et économies fiscales insuffisants), soit que le marché du travail doit être organisé de manière plus efficiente

par le remplacement de dirigeants inadaptés. Même s'il est peu probable que le marché soit efficient au sens fort, il revendique que l'hypothèse d'*hubris* soit l'hypothèse nulle des F&A à l'égard des autres justifications avancées ou la référence pour mesurer les autres degrés d'efficience. Mais il ne fournit pas de méthodologie pour tester l'*hubris*.

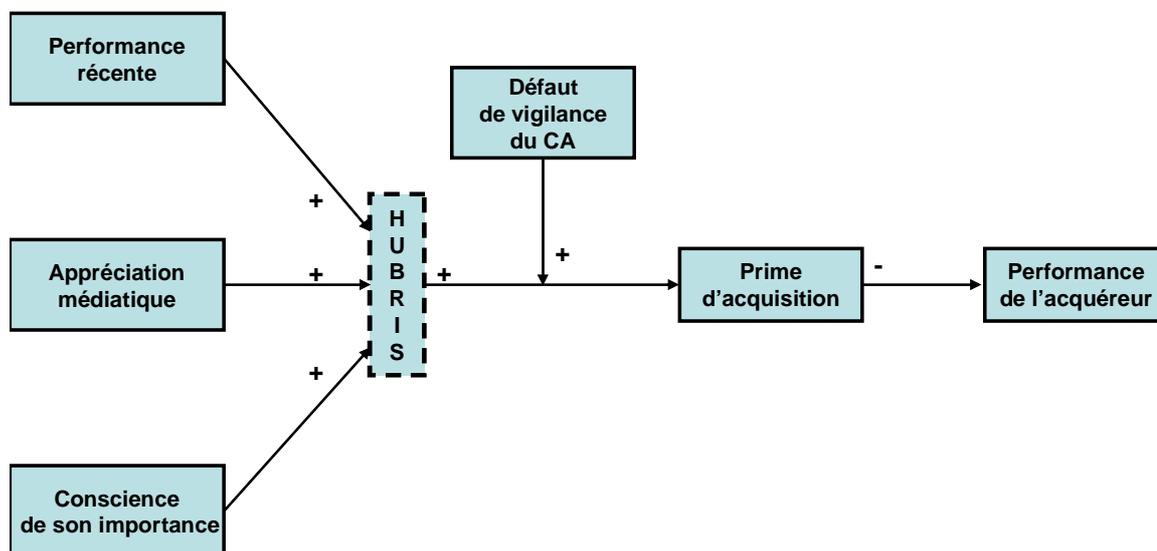
Hayward et Hambrick (1997) exploitent l'hypothèse formulée par Roll pour expliquer les primes payées pour les grandes acquisitions de l'époque, ainsi que les RAC, et ils tentent de capter l'*hubris* des directeurs généraux. Pour ce faire, ils utilisent quatre indicateurs. Il s'agit tout d'abord de la performance récente de l'acquéreur, parce que les réussites dans ce domaine sont le plus souvent attribuées aux directeurs généraux et confortent leur estime personnelle : elle est mesurée par le rendement (dividende compris) du titre sur les douze mois précédant les trente jours avant l'annonce. Il s'agit ensuite de l'appréciation médiatique des directeurs généraux à partir du classement de 138 articles de presse. Est également retenue une mesure de leur *ego* ou de la conscience qu'ils ont de leur propre importance à travers leur rémunération comparée à celle de la fonction inférieure immédiate. Le dernier facteur, appelé 'facteur d'*hubris*', est un facteur dérivé composite regroupant de manière pondérée les trois mesures précédentes.

Le modèle est schématisé dans le graphe 2.7.

L'échantillon est composé de 106 transactions de plus de cent millions de dollars US parce qu'ils considèrent que les directeurs généraux soient plus fortement impliqués dans les grandes opérations. Sont sélectionnées deux années à l'environnement économique très contrasté afin de tester la robustesse: 1989, année faste pour les F&A, et 1992, année creuse.

La conclusion est que les quatre indicateurs se révèlent fortement associés à la taille des primes payées. Et la corrélation est encore plus forte lorsque les conseils d'administration manquent de vigilance, en comptant une forte proportion d'administrateurs délégués en leur sein ou en ayant un directeur général pour président, ce qui soulève la question de la gouvernance que nous examinerons ensuite.

**GRAPHE 2.7. Modèle du rôle de l'hubris du directeur général dans les grandes acquisitions d'après Hayward et Hambrick (1997)**



Le résultat laisse toutefois interrogateur : l'*hubris* et les primes n'ont pas d'effet sur les RAC des acquéreurs sur la période immédiate (-5, conclusion de l'opération) ; elles ont seulement un effet négatif sur la période plus longue (-30, +331) également retenue par les auteurs. Cet effet différé s'expliquerait parce que dans un premier temps, le marché reste impressionné par les références des directeurs généraux et sous-estime les conséquences négatives potentielles des transactions ; il se ressaisit dans un second temps lorsqu'il prend conscience de l'importance de la prime par rapport à la mise en œuvre concrète du projet.

Plus récemment, Malmendier et Tate (2008) reprennent le métier laissé par Hayward *et al.* en y apportant quelques variantes importantes. Ils avaient déjà en 2005 passé au crible de la présomption des directeurs généraux les projets d'investissement de leur entreprise<sup>54</sup>. Cette fois, ils travaillent sur un échantillon de projets plus particuliers, à savoir les F&A, comprenant 394 grandes entreprises américaines entre 1980 et 1994.

<sup>54</sup> Malmendier et Tate (2005) proposent une autre explication à la sensibilité de l'investissement au cash flow attribuée par la majeure partie de la littérature aux imperfections du marché des capitaux. Plutôt que

Pour déceler l'*hubris* des dirigeants, ils examinent la façon dont ceux-ci gèrent leur portefeuille personnel par l'exercice de leurs stock-options : cette gestion peut de fait refléter leurs sentiments quant à l'avenir de leur propre entreprise. Ils découvrent ainsi que les directeurs généraux qui ne diversifient pas leur propre portefeuille pour être moins exposés au risque de leur entreprise et qui conservent leurs options jusqu'à l'année de l'échéance sont aussi ceux qui sont les plus enclins à se lancer dans des F&A. Les chances de réaliser au moins une F&A sont 1,65 fois (significatif à 1 %) plus élevées pour un dirigeant ne diversifiant pas son portefeuille que pour un autre. Cette tendance est encore renforcée si l'entreprise dispose de cash flow. L'effet de la surconfiance dans les sociétés plus contraintes financièrement est moins clair : il dépend de la relation entre la surestimation des gains attendus de la F&A et la perception que le dirigeant a de la sous-évaluation de sa propre entreprise. Ils testent cette perception en examinant le choix du financement des F&A : les dirigeants qui surestiment les rendements qu'ils génèrent dans leur société surestiment aussi la valeur qu'ils créent par F&A. Les deux surestimations sont liées et leur importance relative varie en fonction de la valorisation de leur entreprise par le marché.

Enfin, ils vérifient la réaction du marché à l'annonce de F&A : le marché devrait sanctionner les annonces des directeurs généraux sur-confiants parce qu'en s'engageant dans plus de F&A, leur qualité moyenne est plus faible et parce qu'ils peuvent payer trop, même pour des opérations créatrices de valeur. Effectivement, sur une fenêtre de trois jours autour de l'annonce, les RAC sont en moyenne trois fois plus négatifs pour les dirigeants non diversifiés que pour les autres. Cette fois, à la différence de Hayward *et al.* (1997), ils détectent non pas simplement un effet différé de l'*hubris*, mais un effet immédiat sur la perception de l'annonce par le marché.

On peut discuter sur les raisons qui motivent les dirigeants pour exercer tardivement leurs droits sur les stock-options : raisons fiscales, pressions du conseil d'administration, bonnes performances passées des titres, inertie, préférences et prévisions des dirigeants, etc. C'est pourquoi les auteurs vérifient encore leur analyse par l'examen de la presse écrite comme l'avaient fait Hayward *et al.* (1997). Leurs premiers résultats sont confirmés.

---

de se tourner vers les caractéristiques de l'entreprise, ils rattachent les décisions d'investissement aux caractéristiques personnelles des décideurs. Ils constatent que les dirigeants trop confiants surestiment systématiquement le rendement de leurs projets. Et dans le même temps, ils évitent le recours au financement externe et à l'augmentation de capital parce qu'ils l'estiment injustement coûteux, les titres de leur entreprise étant à leurs yeux sous-évalués par le marché.

Le tableau 2.8 reprend les résultats des études citées ci-devant qui calculent les RAC en tenant compte de l'impact de l'*hubris*.

**TABLEAU 2.8. Rendements anormaux des acquéreurs et hubris**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Hubris
Hayward <i>et al.</i> (1997)	1989 et 1992	94	(-30, +331)	-8,3 % <sup>b</sup>
Malmendier <i>et al.</i> (2008)	1980-1994	808	(-1, +1)	-0,9 % <sup>a</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

### 2.2.2. La qualité de la gouvernance

Dans les études empiriques de l'*hubris* que nous venons de résumer, nous avons observé que la qualité de la gouvernance est susceptible d'exercer une influence modératrice bénéfique dont les auteurs tiennent compte. Nous l'avons mentionné explicitement dans le modèle de Hayward *et al.* (1997). Les recherches qui suivent ont pour objet principal la gouvernance en lien avec les F&A.

Depuis de nombreuses années, l'étude de la gouvernance a mis en lumière le rôle significatif du conseil d'administration et de ses caractéristiques en articulation avec la direction dans le cadre d'un meilleur fonctionnement organisationnel<sup>55</sup>.

Masulis, Wang et Xie (2007) mesurent aussi l'importance de la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, mais ils révèlent surtout la place centrale qu'occupent deux autres mécanismes de la gouvernance, que sont la concurrence sur le marché pour le contrôle des entreprises

---

<sup>55</sup> Voir les premiers articles de référence pour ce qui concerne la séparation des fonctions de président et de directeur général (Mizruchi, 1983 ; Kesner, Victor et Lamont, 1986 ; Finkelstein et D'Aveni, 1994) ; la fixation de conditions claires sur le licenciement, les compensations ou les parachutes dorés des dirigeants (Tosi et Gomez-Mejia, 1989 ; Singh et Haraianto, 1989 ; Boeker, 1992) ; la répartition administrateurs internes-externes (Kosnik, 1987 ; Weisbach, 1988 ; Hermalin et Weisbach, 1988 ; Mizruchi et Stearns, 1988) ; la taille du conseil d'administration et la valeur de l'entreprise (Yermack, 1996) ; l'implication des administrateurs et la détention de parts dans la société (Lewellen, Loderer et Rosenfeld, 1985 ; Eisenhardt, 1989 ; Kosnik, 1990 ; Jensen, 1993).

avec son pouvoir disciplinaire (Manne, 1965) et la concurrence sur le marché des produits (Leibenstein, 1966 ; Hart, 1983). L'originalité de leur recherche est précisément d'aborder les mesures de protection contre les OPA sous l'angle de leurs répercussions sur le marché pour le contrôle des entreprises. Ce marché constitue pour les dirigeants un réel incitant visant à accroître la valeur pour les actionnaires et il réduit le risque de conflit d'intérêts. De même, les dirigeants qui opèrent dans des secteurs très concurrentiels ont moins tendance à gaspiller les ressources de leur entreprise, parce que le moindre faux pas peut être exploité par la concurrence et menacer leur avenir. De la sorte, la concurrence fait du marché des produits peut-être le mécanisme le plus efficace pour éliminer l'inefficacité des dirigeants, selon Shleifer et Vishny (1997). Mais de plus, ce qui est intéressant à nos yeux, c'est que Masulis *et al.* (2007) travaillent en se basant sur la valeur de la firme et sur la performance boursière à court terme, ce qui correspond à la méthodologie adoptée dans notre recherche, alors que les études classiques des moyens de défense anti-OPA restent plus souvent orientées sur le long terme<sup>56</sup>.

A partir d'un échantillon constitué de 3333 F&A américaines entre 1990 et 2003 et sur une fenêtre d'événement de (-2, +2) jours, Masulis *et al.* (2007) montrent que les acquéreurs protégés par de nombreuses mesures de protection contre les OPA récoltent des RAC significativement plus faibles, ce qui soutient l'hypothèse que leurs dirigeants sont moins soumis au pouvoir disciplinaire exercé par le marché du contrôle des entreprises et qu'ils ont donc plus tendance à se lancer dans des F&A destructrices de valeur. Par contre, les RAC sont plus élevés pour les acquéreurs qui opèrent dans des secteurs d'activité plus ouverts à la concurrence ou qui ont un directeur général distinct du président du conseil d'administration.

Leur étude se fonde principalement sur les travaux de Gompers, Ishii et Metrick (2003) qui ont défini un indice de gouvernance basé sur 24 mesures anti-OPA<sup>57</sup> et de Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) qui distinguent parmi ces mesures celles qui sont les plus importantes pour en faire un indice d'« enracinement managérial » (*entrenchment*) simplifié à 6 mesures.

---

<sup>56</sup> Voir cependant Mueller et Yurtoglu (2007) pour une critique des études d'événement à fenêtre réduite pour analyser les causes et effets des F&A et Gugler et Yurtoglu (2008).

<sup>57</sup> Ces 24 dispositions sont actuellement les seules suivies par la base de données de l'IRRC (*Investor Responsibility Research Center*).

Gompers *et al.* (2003) construisent un indice de gouvernance en ajoutant un point pour chaque disposition qui augmente le pouvoir des dirigeants. Dès lors, les sociétés dont l'indice GIM (pour Gompers, Ishii et Metrick) est élevé sont considérées comme ayant un actionnariat aux droits plus faibles, puisqu'il est plus difficile et coûteux pour les actionnaires de détronner les dirigeants. En analysant sur la période 1990-1999 environ 1500 sociétés américaines par an réparties en deux portefeuilles selon leurs principes de gouvernance, Gompers *et al.* (2003) découvrent que les sociétés ayant plus de mesures anti-OPA, qualifiées de 'dictatures' (par opposition aux 'démocraties'), ont des valorisations et des titres au rendement à long terme plus bas. Elles réalisent aussi davantage de F&A. Ils avancent plusieurs hypothèses sans pouvoir les tester sur base des données utilisées.

Bebchuk *et al.* (2009) prolongent les résultats de Gompers *et al.* (2003), en réduisant l'indice GIM de 24 à 6 dispositions qu'ils considèrent comme les plus importantes d'un point de vue légal : conseils d'administration renouvelés par tiers (*staggered boards*), limites du droit des actionnaires de modifier des règles internes de fonctionnement, limites du droit des actionnaires de modifier les statuts, majorité qualifiée pour décider de fusions, *poison pills* et parachutes dorés. Les quatre premières sont des limitations à l'exercice du vote des actionnaires, les deux dernières sont des mesures de défense à l'égard d'offres hostiles. Ils justifient leur simplification par deux arguments : d'une part, un indice comprenant un nombre important de paramètres sans pondération dilue le poids des paramètres qui comptent et donne donc une mesure moins précise de la qualité de la gouvernance ; d'autre part, si les sociétés de conseil des actionnaires utilisent des indices avec de nombreux paramètres, les entreprises qui cherchent à améliorer la cotation de leur gouvernance pourraient le faire en modifiant des points mineurs sans s'atteler à améliorer les plus importants<sup>58</sup>.

En examinant un échantillon d'entreprises sur la période 1990-2003, ils montrent ainsi que leur indice simplifié est encore plus fortement associé que l'indice GIM à la valorisation de l'entreprise et au rendement à long terme de ses actions. Quant à l'indice résiduel des 18 autres mesures, il n'a aucune relation significative avec la valeur de la société.

---

<sup>58</sup> Brown et Caylor (2006) et Jiang, Lee et Anandarajan (2008) utilisent le Gov-Score qui est un indice composite de gouvernance développé par l'ISS (*Institutional Shareholder Services*), importante société de conseil des actionnaires, et reprenant 51 caractéristiques internes et externes de mesures individuelles de gouvernance. L'indice du *Governance Metric International* en compte plus de 600 !

Masulis *et al.* (2007) utilisent ces deux indices et adoptent comme indice supplémentaire le caractère renouvelable par tiers du conseil d'administration (*staggered boards*) étudié par Bebchuk et Cohen (2005). Ces derniers se focalisent sur cette mesure parce qu'ils montrent qu'elle induit de manière significative une moindre valorisation de l'entreprise tout en protégeant les dirigeants du licenciement.

Masulis *et al.* (2007) observent que les trois indices sont significativement et négativement corrélés aux CAR des acquéreurs à l'annonce. En contrôlant les caractéristiques de l'acquéreur et de l'opération, les résultats des régressions indiquent que pour l'indice GIM, chaque mesure additionnelle anti-OPA entraîne une diminution des RAC d'environ 0,1 % (significatif à 5 %) ; pour l'indice BCF (pour Bebchuk, Cohen et Ferrell) , chaque disposition supplémentaire de cet indice diminue de 0,33 % les RAC (significatif à 1%) ; quant aux acquéreurs qui ont un conseil d'administration renouvelable par tiers, leur RAC est en moyenne inférieur de 0,52 % (significatif à 5 %) par rapport à ceux qui n'en ont pas. Les résultats sont également confirmés en contrôlant d'autres mécanismes de gouvernance comme la concurrence dans les secteurs d'activité des acquéreurs, les compensations des dirigeants liées aux titres de l'entreprise, la participation d'institutionnels dans le capital<sup>59</sup> ou encore les caractéristiques du conseil d'administration ; la concurrence dans les secteurs d'activité des acquéreurs et la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration sont deux facteurs qui influencent positivement les RAC des acquéreurs.

**TABLEAU 2.9. Rendements anormaux des acquéreurs et gouvernance**

Etude	Période	Taille d'échantillon	Fenêtre d'événement	Dispositions anti-OPA	
Masulis <i>et al.</i> (2007)	1990-2003	3333	(-2, +2)	Index GIM	-0,107 % <sup>b</sup>
				Index BCF	-0,333 % <sup>a</sup>
				CA renouv. par 1/3	-0,524 % <sup>b</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Malgré la convergence de ces résultats, Aggarwal (2008) laisse toutefois entrevoir une réalité plus mitigée quant aux effets des incitants dans le cadre de F&A. Ceux-ci se

<sup>59</sup> Ce que confirment également Gaspar *et al.* (2005) en fonction de l'horizon d'investissement des actionnaires.

révèlent parfois insuffisants après la conclusion des opérations et beaucoup dépend du pouvoir effectif des directeurs généraux à l'égard de leur conseil. Ainsi, Grinstein et Hribar (2004) constatent que les plus puissants négocient des bonus pour mener à bien l'opération de F&A, mais non en lien avec sa performance. Tate et Malmendier (2009) indiquent que les directeurs généraux qui ont remporté un défi sont capables de soutirer davantage de compensations de leur entreprise, mais cela dépend aussi du rapport de force entre le directeur général et le conseil d'administration tel qu'il est régulé par la gouvernance. Les études sont partagées sur le sujet. Lehn et Zhao (2006) observent que les directeurs généraux risquent d'être plus facilement remplacés en cas de mauvaise acquisition. Pourtant, Harford et Li (2007) montrent que les directeurs généraux qui réalisent des F&A non destructrices de valeur sont récompensés, alors que dans le cas inverse, ils ne sont pas nécessairement pénalisés comme ce serait le cas dans d'autres types d'investissements.

### **2.2.3. La part de propriété des dirigeants**

Dans les recherches consacrées à la bonne gouvernance, l'implication des dirigeants dans l'entreprise par le biais de la détention de parts sociales a très tôt été considérée comme un outil favorisant l'alignement des intérêts potentiellement divergents entre direction et actionnaires.

A propos des décisions de F&A, Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1985) ont vérifié que les RAC des acquéreurs augmentent avec les participations des dirigeants dans le capital. Leur hypothèse est que les dirigeants avec d'importantes parts de propriété dans leur société ont moins tendance à se lancer dans des F&A destructrices de valeur pour les actionnaires que ceux qui en ont peu. Leur raisonnement se résume en deux propositions : d'abord, plus ils possèdent de titres, plus ils sont exposés à la perte si leur prix diminue ; ensuite, ce coût agit comme un frein face à la tentation de chercher à obtenir d'autres avantages personnels à travers les F&A.

A partir d'un échantillon de 191 acquéreurs entre 1963 et 1981, ils concluent que la part de propriété détenue par les dirigeants dans leur entreprise influence leurs décisions, notamment celles relatives aux F&A. Les conventions particulières et la concurrence sur le marché du travail des dirigeants (Fama, 1980) ne sont pas suffisantes

pour réduire les incitants néfastes d'une direction possédant une faible participation dans l'entreprise.

Il est cependant permis de penser que les dirigeants peuvent aussi être convaincus que le marché des F&A est un bon moyen d'obtenir pour eux-mêmes des avantages comme une plus grande sécurité d'emploi, un meilleur statut social à travers l'appartenance à une entreprise ou un groupe plus important, etc. Dans ce cas, une participation significative dans le capital implique aussi un plus grand contrôle de l'entreprise et, dès lors, une capacité accrue pour les dirigeants propriétaires de prendre des décisions en leur faveur au détriment des autres actionnaires. De ce fait, les effets des F&A ne sont pas forcément corrélés à la part de propriété détenue par les dirigeants. Certes, sur échantillon de 371 entreprises du *Fortune 500* de 1980, Morck, Shleifer et Vishny (1988) trouvent que, de façon générale (en dehors du contexte de F&A), la performance de la société, mesurée par le Q de Tobin, augmente avec l'engagement des dirigeants dans la propriété lorsque celle-ci se situe entre 0 et 5 %. Mais ils observent de la même manière qu'entre 5 et 25 %, la corrélation devient négative et moins prononcée. Et, au-delà du seuil des 25 %, la relation serait à nouveau positive. L'explication avancée est que les conditions propices à l'« enracinement » seraient liées à une augmentation de la part des dirigeants au-delà des 5 %, sans que celles-ci ne diffèrent sensiblement au-delà des 25 %, alors que l'effet de convergence d'intérêts intervient tout au long de la variation de la part de propriété.

Il arrive aussi que l'activité de l'équipe dirigeante, quoique détentrice de parts dans la société, soit contrôlée par d'autres actionnaires importants. Agrawal et Mandelker (1990) se demandent justement si la présence de grands actionnaires externes ne discipline pas les dirigeants. A l'occasion de l'adoption interne de mesures anti-OPA, ils observent un effet positif attribuable à une telle présence<sup>60</sup>.

A la suite des travaux de Lewellen *et al.* (1985) et de Agrawal *et al.* (1990), dans le contexte des F&A d'un secteur d'activité particulier, Shinn (1999) développe les deux hypothèses suivantes :

---

<sup>60</sup> L'hypothèse du « monitoring actif », vérifiée par Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986) et Jarrell et Poulsen (1987), s'oppose à l'hypothèse du « vote passif » qui soutient que beaucoup de grands investisseurs exercent passivement leur droit de vote, soit en votant dans le sens de la direction, soit en s'abstenant, soit en vendant pour éviter de voter (Pound, 1988). Voir Kim et Nofsinger (2007), plus particulièrement les chapitres 7 et 8.

- une participation significative des dirigeants dans le capital de l'entreprise lie directement leurs intérêts à ceux des propriétaires ; plus seront élevées leur participation et la proportion de leur richesse liée à la valeur de l'entreprise, moins les dirigeants qui veulent maximiser leur fonction d'utilité se lanceront dans des F&A destructrices de valeur ;

- la part de propriété significative du conseil d'administration et une importante concentration de titres entre les mains d'actionnaires externes favorisent le contrôle de l'activité des dirigeants et diminuent le risque de décisions destructrices de valeur.

Les hypothèses sont testées sur 80 entreprises américaines cotées du secteur de la communication et de l'édition durant la période de 1985 à 1987 avec une fenêtre réduite de (-1, 0) jours.

En divisant les dirigeants les mieux payés en deux groupes selon qu'ils détiennent plus ou moins de 5,39 % de titres (pourcentage médian de participation au capital du dirigeant le mieux payé), ils observent une différence de moyennes significative à 1 % entre les deux groupes en RAC à l'annonce: 1,5 % pour le groupe au-dessus des 5,39 % de participation dans le capital et -0,9 % pour les autres. Dans les régressions successives, le coefficient du pourcentage détenu dans le capital par les dirigeants et par les administrateurs est positif et significatif pour expliquer les RAC. Par contre, il n'y a pas de relation significative entre les RAC et la part détenue par les cinq actionnaires les plus importants ne faisant pas partie du conseil d'administration ; il n'y a donc pas vérification de l'hypothèse que les grands actionnaires externes jouent un rôle actif de contrôle des managers.

De même, Datta, Iskandar-Datta et Raman (2001) découvrent une relation positive significative entre les RAC des acquéreurs à l'annonce de F&A et les compensations des dirigeants liées aux titres de l'entreprise.

D'abord, ils soulignent combien le marché des F&A est le lieu idéal pour étudier la relation entre les incitants des dirigeants et l'efficacité de leurs décisions d'investissement. Le plus souvent, les F&A constituent en effet des décisions d'investissement très importantes par rapport à la taille des entreprises et aux autres investissements habituels. De plus, les F&A sont mieux observables de l'extérieur que d'autres types d'investissements. Et en raison des enjeux, elles sont aussi le lieu de rencontre des décideurs, les dirigeants, et des actionnaires, avec les éventuels conflits d'intérêts.

Les auteurs s'intéressent notamment à l'importance de la prime d'acquisition et testent les deux propositions opposées de Roll (1986) et de Shleifer et Vishny (1988). Pour le premier, les dirigeants pris par l'*hubris* cherchent à maximiser la valeur de leur entreprise, mais surestiment tout simplement celle de la cible et la paient donc trop. Pour les seconds, au contraire, ils paient trop non parce qu'ils se trompent dans l'estimation, mais parce qu'ils recherchent à travers les F&A des avantages personnels au détriment des actionnaires. Datta *et al.* (2001) vérifient que les dirigeants dont les compensations sont le plus liées aux actions de leur entreprise paient des primes d'acquisition plus faibles, ce qui irait dans le sens de Shleifer *et al.* (1988).

Pour ce faire, ils classent 771 sociétés américaines ayant réalisé 1719 F&A entre 1993 et 1998 en deux groupes selon le degré de compensations liées aux titres et accordées aux cinq dirigeants les mieux payés : les acquéreurs à faible proportion de compensations liées aux titres et les autres. Ils observent que les acquéreurs à faible proportion paient en moyenne une prime de 44,66 % par rapport à une prime de 35,88 % pour les autres. La politique de compensation des dirigeants a donc un impact significatif sur leurs décisions. Cette conclusion est également vérifiée en contrôlant la taille, le *free cash flow* et le mode de paiement.

Datta *et al.* (2001) examinent également l'effet d'annonce pour les deux groupes : sur une fenêtre d'événement de (-1, 0) jours, le sous-échantillon d'acquéreurs à faible degré de compensations liées aux titres a un RAC moyen de -0,25 %, alors qu'il est de 0,30 % pour les autres, à un niveau de signification de 5 %. Ces résultats sont aussi vérifiés selon le type d'opération et selon le mode de paiement.

**TABLEAU 2.10. Rendements anormaux des acquéreurs et propriété des dirigeants**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Propriété / compensation liée	
				Faible	Forte
Shinn (1999)	1985-1987	80	(-1, 0)	- 0,9 % <sup>a</sup>	1,5 % <sup>a</sup>
Datta <i>et al.</i> (2001)	1993-1998	1719	(-1, 0)	-0,25 % <sup>b</sup>	0,30 % <sup>b</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une différence de moyenne significative au seuil de 1% et 5%.

Le tableau 2.10 résume les mesures des RAC observées par les études citées ici en relation avec le degré d'engagement des dirigeants dans la propriété.

Nous terminons ainsi notre tour d'horizon de la littérature consacrée aux principaux déterminants des RAC des acquéreurs liés aux caractéristiques de ces derniers pour nous intéresser maintenant aux déterminants liés aux caractéristiques de la cible.

## **2.3. Déterminants des rendements anormaux des acquéreurs liés aux caractéristiques de la cible**

Nous concluons la présentation des déterminants économiques des rendements anormaux des acquéreurs en nous attachant à présent à ceux qui sont liés aux caractéristiques de la cible. Nous nous arrêterons successivement à la proximité sectorielle de la cible, à sa proximité géographique et à son statut privé (non coté) ou public (coté).

### **2.3.1. La proximité sectorielle de la cible**

La recherche dans le domaine de la diversification des activités économiques occupe une place de choix dans la littérature scientifique en management stratégique. Sa progression a conduit à préciser la nature du lien entre stratégie de diversification et profitabilité. Dans le même temps, la recherche en finance s'est affinée pour tenir compte de l'impact de la diversification sur la création de richesse, alors qu'Halpern (1983) critiquait la finance pour avoir ignoré le comment de la création de richesse par les F&A.

Schipper et Thomson (1983) observent que les RAC des acquéreurs sont positifs, lors d'annonces de F&A diversifiées, tandis que Lubatkin (1987), Singh et Montgomery (1987) constatent que les RAC des acquéreurs ne sont pas significatifs, quelle que soit la proximité du secteur de la cible.

Morck, Shleifer et Vishny (1990) montrent que les acquéreurs de sociétés cotées ont des RAC plus faibles pour des acquisitions de diversification. Les auteurs s'intéressent

aux acquisitions qui sont de mauvais investissements pour les actionnaires acquéreurs et vérifient si celles-ci fournissent des avantages privés aux managers acquéreurs. Ils se concentrent notamment sur la stratégie de diversification qui pourrait être mise en œuvre par les managers pour servir leurs propres intérêts. Ils vérifient les caractéristiques de ces mauvaises opérations en relation avec la situation des équipes dirigeantes et s'appuient sur les études antérieures consacrées à la théorie de l'agence<sup>61</sup>. Ils retiennent en effet comme hypothèses à vérifier que si les managers eux-mêmes sont peu diversifiés, ils vont diversifier les activités de la société pour réduire le risque pesant sur leur capital humain, même si la diversification offre peu d'avantages pour les actionnaires ; de même, les managers risquent de se lancer dans de nouveaux secteurs d'activités pour assurer la survie et la continuité de la société, même si la maximisation de la richesse des actionnaires exige la fermeture et la liquidation ; ou encore, dans le même ordre d'idée, quand les pauvres performances de la société menacent l'emploi du manager, il a intérêt à entrer dans de nouvelles activités où il pourrait se montrer meilleur<sup>62</sup>. Leurs résultats indiquent que la diversification réduit les RAC de manière plus forte dans les années '80 que dans les années '70. Ces années coïncident avec la montée d'OPA hostiles qui ont parfois démantelé les conglomérats construits durant les deux décennies précédentes<sup>63</sup>. L'échantillon de 326 opérations porte sur la période comprise entre 1975 et 1987. La diversification est mesurée de trois manières différentes : un code SIC à 4 chiffres ou à 2 chiffres commun dans les trois métiers principaux des sociétés concernées, le coefficient de corrélation des rendements mensuels des titres des sociétés concernées sur les trois années précédentes. Ils observent que les F&A de diversification produisent des RAC plus faibles et en majorité négatifs pour les acquéreurs à l'annonce ; qu'il en va de même lorsque la cible croît rapidement et quand les dirigeants acquéreurs sont peu performants avant l'opération. Ces résultats confortent donc les auteurs à soutenir que les F&A destructrices de valeur pour les actionnaires acquéreurs peuvent répondre à des objectifs propres aux managers.

Cependant, en analysant la vague de F&A de la fin des années 1960, Matsusaka (1993) montre que les actionnaires des acquéreurs ont engrangé en moyenne des RAC positifs à l'annonce. Cette réaction positive du marché infirme l'hypothèse selon laquelle les F&A de diversification répondent à des objectifs particuliers des managers.

---

<sup>61</sup> Voir le premier chapitre et Jensen et Meckling (1976).

<sup>62</sup> Amihud et Lev (1981) ; Shleifer et Vishny (1989).

<sup>63</sup> Kaplan et Weisbach (1992) vérifient empiriquement que de nombreuses opérations de diversification sont plus tard démantelées.

D'autant qu'il obtient des résultats positifs lorsque l'équipe dirigeante de la cible reste en place, alors qu'ils sont négatifs dans le cas contraire. Ceci renforce plutôt l'hypothèse selon laquelle le marché préfère les acquisitions tendant à exploiter les synergies de management. En se basant sur le critère de diversification qu'est l'absence de code SIC commun à deux chiffres entre partenaires, les F&A diversifiées dégagent un RAC moyen de 1,23 %, tandis que les non diversifiées ne recueillent qu'un RAC moyen de 0,35 %. Il convient toutefois de signaler que l'échantillon reprend des opérations de 1968, 1971 et 1974, avec une majorité de cibles privées, et que toutes sont partiellement payées en titres.

En 1994, Lang et Stulz, et à leur suite tout un courant de littérature dit « de la décote de diversification », ont établi que les sociétés diversifiées se négocient avec une décote par rapport aux sociétés non diversifiées des mêmes secteurs d'activité. Comme souligné par Akbulut et Matsusaka (2008), le succès initial de ce courant semble avoir rejeté à la périphérie la méthodologie des études d'événements dans la recherche sur la diversification. En effet, Berger et Ofek (1995) adopte une méthodologie différente des études d'événements. Ils estiment les effets de la diversification réalisée entre 1986 et 1991 en valorisant par la méthode des comparables les divers secteurs d'activité d'une même entreprise comme des unités isolées. Ils comparent la somme des valorisations unitaires avec la valeur effective globale de l'entreprise ; ils concluent alors à une perte moyenne de valeur de 13 à 15 % due à la diversification. Cette perte diminue lorsque les unités de la société diversifiée partagent le même code SIC à deux chiffres. D'après leurs résultats, le surinvestissement et la subsidiation croisée entre unités bénéficiaires et déficitaires contribuent à la perte, alors que l'avantage fiscal de la diversification ne la réduit que modérément.

Denis, Denis et Yost (2002) s'intéressent davantage à la diversification internationale, mais en lien avec la diversification sectorielle. Utilisant une variante de la méthode de Berger et Ofek (1995), ils observent également une perte de valeur, quoique moindre par rapport à ces derniers, statistiquement significative de l'ordre de 0,06 % pour les sociétés diversifiées de manière sectorielle.

Mais si nous revenons aux recherches utilisant la méthode traditionnelle des études d'événement pour examiner le comportement des rendements des acquéreurs, Hubbard et Palia (1999) méritent d'être cités pour leur étude basée sur l'hypothèse de marché interne de capitaux. Contrairement à la vague des années 1980 où les annonces de F&A

diversifiées se traduisaient en RAC négatifs ou mitigés<sup>64</sup>, les auteurs expliquent les RAC positifs des acquéreurs des années '60 par le fait que les marchés internes de capitaux pallient les déficiences d'information des marchés moins développés de capitaux. Les sociétés sans contrainte financière forte bénéficient des meilleurs RAC lorsqu'elles se portent acquéreurs de cibles contraintes d'un point de vue financier tout en gardant le même management. Il y a alors une synergie financière et organisationnelle : les acquéreurs apportent les fonds et leur expertise financière, tandis que l'équipe managériale apporte l'information opérationnelle propre à la cible.

Akbulut et Matsusaka (2008) travaillent sur un échantillon beaucoup plus étendu que les études précédentes, puisqu'ils reprennent les opérations entre sociétés cotées depuis 1950 jusqu'à 2006 inclus. Ils observent des RAC positifs de manière globale pour la nouvelle entité créée par la F&A sans différence significative entre opérations diversifiées (1,25 %) et non diversifiées (1,20 %) sur base d'un code SIC à deux chiffres. En travaillant avec un code SIC à trois chiffres, le rapport s'inverse : les RAC sont de 1,08 % pour les diversifiées et de 1,27 % pour les non diversifiées. En outre, une variation apparaît entre sous-périodes : de positifs dans les années '60, ils diminuent pour les opérations diversifiées dans la décennie suivante pour devenir négatifs dans les années '80 sans pouvoir le justifier par les motivations propres des managers. Pour ce qui concerne les RAC des acquéreurs, sur une fenêtre d'événement de quatre jours (-2, +1), ils observent un RAC moyen de -0,42 % pour les F&A diversifiées et de -1,21 % pour les non diversifiées sur l'ensemble des 52 ans de l'échantillon. Les résultats sont similaires, que le critère de diversification soit le code SIC à deux ou à trois chiffres : dans ce dernier cas, les RAC moyens sont respectivement de -0,61 % et de -1,27 %. Ils concluent donc que si la littérature semble partagée à propos de l'effet d'annonce des F&A diversifiées, c'est parce que les RAC des acquéreurs varient dans le temps, positifs au début des cinquante années étudiées et négatifs dans les années '80. Même dans ce cas, l'impact reste faible et peut être attribuable à d'autres facteurs comme le mode de paiement.

Moeller *et al.* (2004) confirment les résultats de Morck *et al.* (1990) : les acquisitions diversifiées procurent des RAC plus faibles aux acquéreurs que les F&A non diversifiées. Ils considèrent qu'il y a diversification quand les acquéreurs et les cibles ne partagent pas le même code SIC à deux chiffres ; mais ils ne comparent pas les

---

<sup>64</sup> Morck *et al.* (1990), Kaplan et Weisbach (1992), Hyland et Diltz (2002), Akbulut et Matsusaka (2003).

RAC des acquéreurs selon ce critère, ils confirment les résultats à partir de la régression linéaire des RAC. Ils ajoutent que les petites sociétés ont plus tendance à réaliser des acquisitions de diversification que les grandes.

Le tableau suivant résume les principaux résultats que nous venons d'examiner.

**TABLEAU 2.11. Rendements anormaux et proximité sectorielle**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Proximité	Diversification
Morck <i>et al.</i> (1990)	1975-1987	326	(-1, +1)	2,38 %	-1,89 %
Matsusaka (1993)	1968/71/74	199	(-4, +4)	0,35 %	1,23 % <sup>b</sup>
Hubbard <i>et al.</i> (1999)	1961-1970	392	(-5, +5)	1,62 % <sup>a</sup>	0,24 %
Akbulut <i>et al.</i> (2008)	1950-2006	4764	(-1, +1)	-1,30 % <sup>a</sup>	-0,60 % <sup>a</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Comme nous le constatons, la littérature est plutôt partagée à propos de l'impact de la diversification sur les RAC des acquéreurs. La période couverte par les échantillons peut influencer les résultats. De plus, à l'intérieur d'une même période, ceux-ci ne sont pas toujours en moyenne statistiquement différents de 0 ; dès lors, les études portant sur une même période aboutissent parfois aussi à des conclusions différentes.

La diversification peut s'envisager d'un point de vue sectoriel : c'est ce que nous venons d'étudier. Elle peut aussi prendre une dimension spatiale et devenir géographique : Denis *et al.* (2002), cités peu avant, ont d'ailleurs pris la diversification géographique pour thème central de leur étude, en liaison avec la diversification sectorielle. C'est la raison pour laquelle nous passons à présent de la proximité sectorielle à la proximité géographique.

### 2.3.2. La proximité géographique de la cible

La question du caractère national ou international des F&A se pose à un double titre : soit parce que la dimension géographique peut altérer l'influence des déterminants habituels des opérations nationales, soit parce qu'elle peut amener à tenir compte

d'éléments spécifiques aux opérations internationales. Ainsi, par exemple, dans le premier cas, en vue de réduire le risque de sélection adverse, le paiement en actions semblera le mieux adapté lors d'une F&A d'une cible étrangère dans la mesure où celle-ci sera plus difficile à évaluer qu'une cible nationale<sup>65</sup>. Cependant, la cible acceptera avec difficulté des actions étrangères et préférera le paiement en cash, à moins que le pays de l'acquéreur accorde un statut juridique satisfaisant aux actionnaires<sup>66</sup>. Dans le second cas, par rapport aux opérations nationales, les F&A internationales présentent des caractéristiques propres comme la possibilité d'une diversification territoriale, parfois accompagnée aussi de mouvements de capitaux liés aux taux de change<sup>67</sup>. Moeller et Schlingemann (2005) que nous résumerons ultérieurement tiennent compte de ces éléments dans leur étude.

La littérature approfondit diverses raisons qui justifient les opérations de F&A au-delà des frontières.

Doukas et Travlos (1988) soutiennent l'hypothèse que le réseau multinational constitue un atout pour la firme : il lui permet de tirer profit du financement direct à l'étranger afin d'étendre ses activités. Selon cette hypothèse qu'ils vérifient, l'acquéreur américain recueille la plupart des avantages lorsque l'opération l'introduit pour la première fois sur le marché de la cible et que ce marché est moins développé.

Morck et Yeung (1991) considèrent que les opérations au-delà des frontières facilitent l'internalisation des marchés des actifs incorporels et des investissements en recherche et développement. Selon l'hypothèse d'internalisation, les difficultés de transactions portant sur les actifs incorporels, tels que le savoir-faire productif, les marques et brevets, l'habileté managériale ou de marketing et autres, désavantagent les actionnaires. Pour surmonter cet obstacle, la firme favorise son expansion à l'étranger,

---

<sup>65</sup> Hansen (1987).

<sup>66</sup> Gaughan (2007), Rossi et Volpin (2004).

<sup>67</sup> Denis, Denis et Yost (2002) documentent une décote des sociétés diversifiées géographiquement qui vient s'ajouter à une décote de diversification industrielle, à partir d'un échantillon de 34200 sociétés américaines de 1984 à 1997. Froot et Stein (1991) expliquent la corrélation entre les investissements directs étrangers et les taux de change à partir de l'asymétrie d'information sur les marchés des capitaux. Les imperfections d'information rendent le financement externe plus cher que le financement interne. Une dépréciation de la monnaie locale peut entraîner des acquisitions étrangères d'actifs locaux. Ils testent la pertinence de leur modèle pour comprendre les mouvements internationaux de capitaux. C'est entre autres ce que vérifient aussi Erel, Liao et Weisbach (2009) sur un échantillon s'étalant de 1990 à 2007 : les acquéreurs ont tendance à se tourner vers des cibles de pays dont la devise s'est dépréciée par rapport à leur propre devise et dont le marché boursier a été moins performant que le leur. Les multinationales peuvent être vues comme des arbitragistes (Baker, Foley, Wurgler, 2009).

ce qui augmente les retombées de l'exploitation interne de ses actifs incorporels et accroît la valeur pour ses actionnaires.

Manzon, Sharp et Travlos (1994) examinent plutôt la question du point de vue fiscal pour conclure que la spécificité du régime fiscal de l'acquéreur détermine davantage ses RAC que le système fiscal de la cible.

Pour Doukas (1995), les RAC des acquéreurs lors d'opérations internationales de F&A sont conformes à l'hypothèse des *free cash flows* (FCF) de Jensen (1986), FCF dont les dirigeants se servent pour accroître la taille de l'entreprise, même au détriment de la valeur<sup>68</sup>.

Bertrand et Zuniga (2006) observent que les F&A nationales et internationales dans les pays de l'OCDE n'ont pas d'impact significatif sur les activités nationales de recherche et développement, si ce n'est un léger accroissement des investissements dans quelques industries particulières, mais négligeable au niveau agrégé.

Ces diverses études scrutent le bien-fondé des opérations internationales antérieures aux années 1990 (sauf pour Bertrand *et al.* dont l'échantillon va de 1990 à 1999), mais ne comparent pas empiriquement les F&A internationales et les F&A nationales du point de vue des RAC des acquéreurs, comme le font les études suivantes.

Eckbo et Thorburn (2000) mesurent des RAC en moyenne significativement positifs pour les acquéreurs canadiens de cibles canadiennes, mais quasiment nuls lorsque les acquéreurs sur le marché canadien sont américains.

A partir d'un échantillon américain de 4429 opérations entre 1985 et 1995, Moeller et Schlingemann (2005) confirment les résultats canadiens précédents. Ils relèvent que les acquéreurs américains réalisant des opérations nationales obtiennent des RAC supérieurs d'environ 1 % par rapport à ceux qui acquièrent des firmes étrangères. Ici encore, l'environnement joue un rôle : ces RAC sont fonction positive du degré de protection des droits des actionnaires offert par le système légal de la cible, qui influence d'ailleurs aussi le choix du mode de paiement (Rossi et Volpin, 2004). De même, la corrélation positive est vérifiée par rapport à l'intensité de l'activité des F&A dans le pays de la cible, ce qui semble aller à l'encontre des résultats obtenus par Doukas *et al.* (1988) et Alexandridis, Petmezas et Travlos (2008, 2009).

---

<sup>68</sup> Cfr. Chapitre 1, section 1.3. Théories des F&A vues comme décisions destructrices de valeur.

Après ces échantillons canadien et américain, voyons maintenant si ces résultats sont propres au contexte américain ou s'ils sont confirmés par ailleurs.

Pour les acquéreurs britanniques cette fois, Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) comparent les effets à court et à long terme des F&A nationales et internationales de cibles cotées et non cotées. Les F&A de cibles cotées génèrent des RAC négatifs pour les acquéreurs à l'annonce, lorsque les opérations sont nationales, et nuls lorsqu'elles sont internationales ; par contre, quand les cibles sont privées, les RAC sont positifs dans les deux cas, mais plus faibles pour les opérations internationales.

Le tableau ci-après présente les résultats obtenus par Eckbo *et al.* (2000), Moeller *et al.* (2005) et Conn *et al.* (2005) que nous venons de résumer, les autres études citées ne calculant pas les RAC des acquéreurs en pourcents selon leur degré de diversification géographique.

**TABLEAU 2.12. Rendements anormaux et proximité géographique**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Nationale	Internationale
Eckbo <i>et al.</i> (2000)	1964-1983	1651	(mois-1 et mois 0)	1,71 %	-0,3 %
Moeller <i>et al.</i> (2005)	1985-1995	4429	(-1, +1)	1,17 % <sup>a</sup>	0,31 %
Conn <i>et al.</i> (2005)	1984-1998	4344	(-1, +1)	0,68 % <sup>a</sup>	0,33 % <sup>b</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

La question de la diversification sectorielle ou géographique est un enjeu qui vient se greffer sur celle du choix du mode de croissance externe ou interne. De même, lorsqu'une entreprise opte pour la croissance externe, la cible peut non seulement être du même secteur d'activité ou non, nationale ou étrangère, mais encore cotée ou tout simplement privée.

### 2.3.3. Le statut public ou privé de la cible

Il est utile de rappeler ici que nous avons commencé notre recherche en nous attachant principalement à l'effet de cotation (« listing effect ») pour les raisons

suivantes : d'une part, parce que le caractère privé de la cible conduit d'ordinaire à un résultat qui déroge à la règle générale vérifiée depuis l'étude fondamentale de Jensen et Ruback (1983) d'effet nul ou légèrement négatif des F&A sur la richesse des acquéreurs ; et d'autre part, parce que les rachats de sociétés non cotées par des sociétés cotées représentent près des 2/3 des opérations de F&A collectées dans la base de données Securities Data Company's (SDC) Mergers and Acquisitions. Ceci en fait donc un marché au moins aussi important que celui des F&A entre sociétés cotées, selon Officer (2007) ; ce dernier regrette d'ailleurs le maigre apport de la recherche académique dans le domaine des prix et des primes sur le marché F&A des cibles privées, malgré l'intérêt considérable manifesté par les praticiens.

Ce n'est qu'au milieu des années 1990 que la recherche s'est affinée pour s'intéresser de plus près à la situation particulière des F&A dont la cible n'est pas cotée et mettre en évidence ce qu'il est convenu d'appeler le « listing effect » ou l'effet lié au statut de la cible. Celui-ci résulte de la différence des rendements anormaux des acquéreurs cotés selon que leur cible est ou non cotée : en effet, d'après ces études plus récentes, les rendements anormaux des acquéreurs sont en moyenne positifs et statistiquement significatifs lorsque la cible est une entreprise non cotée (privée ou filiale d'une entreprise cotée).

La place consacrée au statut de la cible est proportionnellement plus importante parce que c'est à travers la question du statut de la cible qu'est née l'interrogation fondamentale qui oriente le troisième chapitre de notre étude.

Plusieurs théories ont été avancées pour tenter d'expliquer cet effet.

### ***2.3.3.1. Théorie de la limite du portefeuille diversifié***

Ainsi, dès 1996, Hansen et Lott (1996) approfondissent l'argument qu'ils reprennent à Easterbrook et Fischel suivant lequel un investisseur détenant un portefeuille diversifié avec des titres de deux entreprises en phase de F&A se préoccupe du gain total de la transaction, et non de sa répartition entre les deux partenaires. Hansen et Lott développent la théorie selon laquelle les rendements négatifs des acquéreurs ont un impact plutôt limité sur les actionnaires diversifiés des firmes acquéreuses, parce que ceux-ci bénéficient aussi de leurs positions détenues dans les cibles. Ils sont donc plutôt indifférents quant à la manière dont tout gain provenant d'une acquisition sera partagé.

Bien entendu, cette indifférence de principe ne tient que dans la mesure où les actionnaires acquéreurs détiennent aussi des parts de la cible. Or, dans le cas de cibles privées, où l'actionnariat est la plupart du temps strictement concentré et fermé, cette condition n'est tout simplement plus respectée. Dès lors, s'agissant de cibles privées, les acquéreurs lanceront uniquement des offres qui accroîtront leur propre valeur et les rendements des sociétés acquéreuses seront plus élevés lors de F&A visant des sociétés privées plutôt que publiques. Les auteurs ont testé leur théorie sur un échantillon de 252 acquisitions publiques et privées s'étalant de 1985 à 1991, en observant les rendements anormaux des sociétés acquéreuses sur une fenêtre de 20 jours autour de la date d'annonce (-14, +5) et en contrôlant le caractère de la cible.

### ***2.3.3.2. Théorie de l'agence et du contrôle des managers.***

Chang (1998) s'appuie sur un autre argument pour expliquer les rendements anormaux positifs des acquéreurs de cibles non cotées. Partant de l'influence du mode de paiement déjà mise en évidence par Travlos (1987), il compare 281 opérations de F&A de cibles privées entre 1981 et 1992 et 255 opérations de F&A de cibles publiques entre 1981 et 1988, en distinguant le paiement en titres, en liquide ou mixte. Il utilise la méthode du modèle de marché standard de Brown et Warner (1985) avec une fenêtre de 2 jours (-1, 0) pour le calcul des rendements et une estimation des paramètres du modèle de marché sur la période (-210, -11) jours avant l'annonce.

Les résultats indiquent que les offres en liquide n'entraînent pas de réaction tangible du prix moyen du titre de l'acquéreur, quel que soit le type de cible. L'hypothèse que la concurrence sur le marché privé serait plus limitée que sur le marché public n'est donc pas vérifiée. Par contre, lorsque les offres s'effectuent exclusivement ou partiellement en titres, la réaction est positive dans le cas de cibles privées et tranche nettement avec les rendements négatifs des acquéreurs de cibles publiques. Ce constat est similaire, selon Chang, à celui des études relatives aux placements privés d'actions ou d'obligations convertibles (pour les cibles privées) et aux émissions publiques d'actions (pour les cibles publiques).

En outre, les résultats semblent confirmer l'hypothèse d'information : les actionnaires des cibles privées sont bien informés des projets et perspectives de la firme

acquéreuse et donc, leur volonté de détenir les titres de celle-ci donne un signal d'information positive à son égard.

Mais surtout, les résultats confirment l'hypothèse de surveillance accrue : le paiement en titres permet la création d'un nouveau bloc d'actionnaires, ce qui a pour conséquence d'accroître la valeur de la firme grâce à une meilleure surveillance de ses managers ou à une probabilité majeure de prise de contrôle. Chang vérifie de manière plus précise cette hypothèse en séparant les acquéreurs en deux groupes selon l'émergence ou non d'un nouveau bloc actionnarial provenant de la cible privée : les rendements anormaux sont positifs de 4,96 % dans le premier groupe contre 1,77 % seulement dans le second.

Ces résultats n'expliquent cependant pas à eux seuls la différence de rendements selon le caractère privé ou public de la cible : en effet, d'une part, par leur taille, les cibles publiques sont souvent plus importantes que les cibles privées et reçoivent donc aussi une part plus grande de l'actionnariat de l'acquéreur coté, dont de plus la structure est souvent davantage dispersée ; l'argument pèserait donc plus lourdement encore en faveur des cibles publiques. D'autre part, le rachat d'une cible privée peut constituer aussi parfois une voie de sortie honorable pour des managers peu désireux ou capables d'exercer un contrôle effectif sur la nouvelle entité. Cette double critique a d'ailleurs été soulevée par Fuller, Netter et Stegemoller (2002) que nous aborderons dans le paragraphe suivant.

La théorie de l'agence sous-tend également l'étude de Ang et Kohers (2001), non plus cependant appliquée à l'organisation de l'acquéreur, mais bien au fonctionnement particulier de la cible non cotée, ce qui fonde un réel pouvoir de négociation à opposer aux acquéreurs potentiels. Nous y reviendrons dans un paragraphe ultérieur.

### ***2.3.3.3. Théorie de la prime de liquidité.***

En 2002, Fuller, Netter et Stegemoller avancent une série d'explications plausibles aux rendements positifs provoqués par les F&A de cibles privées, mais sans vraiment les vérifier statistiquement, ce qui n'est pas strictement le sujet de leur étude. Leur principale explication est que l'acquéreur engrange une décote d'illiquidité en achetant une entreprise non cotée. Se basant sur un échantillon de 3135 cibles entre 1990 et 2000, les auteurs constatent que les opérations portant sur des cibles privées ou des

filiales non cotées génèrent des rendements anormaux positifs quel que soit le mode de paiement. Par contre, pour les cibles cotées, les rendements sont non significatifs quand les paiements sont liquides ou mixtes, et significativement négatifs quand les paiements ont lieu en titres.

Au mode de paiement, ils ajoutent la composante de la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur pour conclure à une relation positive entre cette composante et les rendements anormaux : pour les filiales et cibles non cotées, la taille amplifie encore l'effet positif lorsque le paiement est effectué en actions plutôt qu'en cash ; pour les cibles cotées, lorsque la taille augmente, les rendements sont plus positifs lors de paiement en cash et plus négatifs lors de paiement en titres.

Pour eux, le manque de liquidité des cibles privées rend ce type d'investissement moins attractif et donc moins valorisable que d'autres actifs de même classe, mais plus liquides. La décote profite alors à l'acquéreur ; et l'effet de taille relative de la cible entre bien dans la perspective de cet argument qui n'est pas testé<sup>69</sup>.

Ils mentionnent également deux autres explications possibles. La première, comme pour Chang, provient du caractère fermé de l'actionariat de la cible privée. Le rachat par titres favorise la constitution d'un nouveau bloc d'actionnaires d'autant plus puissant que la cible est grande, ce qui accroît le pouvoir de contrôle sur le management. La deuxième est d'ordre fiscal et justifie que les rendements positifs soient plus faibles lors de rachat en cash de cibles privées : le rachat par actions donne aux propriétaires de la cible une option leur permettant de différer l'impôt normalement dû immédiatement sur une opération en cash ; la valeur de cette option correspond à une ristourne sur le prix se reflétant dans des rendements positifs plus importants lors de paiement en titres.

Hélas, les auteurs ne testent pas ces hypothèses, l'essentiel de leur étude étant consacré aux enseignements que l'on peut tirer de la pratique des sociétés multi-acquéreuses, eu égard au mode de paiement et à la taille des cibles.

A la théorie de la prime de liquidité, on pourrait opposer l'étude de Ang et Kohers (2001) pour qui les cibles privées engrangent des primes d'acquisition supérieures à celles payées pour acquérir des cibles cotées.

---

<sup>69</sup> Voir à propos de la décote pour illiquidité notamment KOEPLIN J., SARIN A., SHAPIRO A.C., 2000, "The private company discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n. 4, pp. 94-101.

A partir d'un échantillon américain s'étalant de 1984 à 1996, Ang et Kohers comparent les deux marchés de F&A composés, d'une part, de plus de 7000 cibles privées et, d'autre part, de plus de 5000 cibles cotées.

Ils développent une méthode en deux temps pour expliquer les réactions différentes des investisseurs au moment de l'annonce. Le raisonnement est basé sur l'observation qu'à l'égard des acquéreurs, les investisseurs avertis vont réagir positivement (négativement) à l'annonce d'une F&A, lorsqu'ils perçoivent que le prix payé est bas (haut). Il s'agit donc, dans un premier temps, d'estimer une fonction qui explique l'excès de prime payée pour acquérir une cible non cotée et, ensuite, de relier les facteurs explicatifs de prix aux rendements anormaux accumulés par l'acquéreur sur la période d'événement. Ils concluent qu'en général, les facteurs de prix (caractère hautement technologique de la cible, paiement en titres ou mixte, taille de l'acquéreur) qui entraînent des primes d'acquisition supérieures à la moyenne exercent une influence négative sur les réactions du marché au moment de l'annonce, et *vice versa*.

Les résultats obtenus montrent également que les F&A de sociétés non cotées apportent à la fois un accroissement de richesse aux acquéreurs et une prime relativement élevée aux propriétaires des cibles. Cette prime s'explique, selon eux, par le substantiel pouvoir de négociation que détiennent les cibles privées en raison de leurs caractéristiques propres : notamment leur concentration de la propriété, qui peut être associée à un moindre taux de conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, ainsi qu'à une moindre pression à la vente venant d'actionnaires externes moins informés à un moment où le marché sous-évalue les parts de la société. Ce pouvoir de négociation consent à la cible privée d'exiger une prime plus élevée parce qu'elle est plus libre de choisir la manière et le moment de se vendre, pour autant qu'elle ne soit pas contrainte de se vendre pour des raisons de déséquilibre financier ou de succession<sup>70</sup>. Ce qui est confirmé par la comparaison des primes offertes dans les deux types de F&A, quel que soit le mode de paiement, les primes étant calculées par rapport au *market-to-book ratio* (MBR), la meilleure mesure qui soit disponible pour comparer les deux marchés, d'après les auteurs.

---

<sup>70</sup> Sur les contraintes de liquidité, voir infra Officer (2007).

#### ***2.3.3.4. Un phénomène général restant inexpliqué par les dernières études.***

Faccio, Mc Connell, Stolin (2006) étudient quant à eux l'effet de cotation sur un échantillon européen, les études précédentes étant réalisées dans le contexte américain. Ils cherchent ainsi à en déterminer son fondement général ou à vérifier s'il s'agit d'un phénomène particulier à une époque ou aux Etats-Unis. A partir de 4429 opérations réparties dans 17 pays d'Europe Occidentale entre 1996 et 2001, ils calculent des rendements anormaux sur une fenêtre de 5 jours (-2,+2) autour de l'annonce qui sont de +1,48 % en moyenne, significatifs pour les acquéreurs de cibles non cotées. Cet effet persiste à travers le temps et les pays, en contrôlant les méthodes de paiement, la taille de l'acquéreur, le Q de Tobin, la liquidité de la cible, etc. mais les auteurs n'expliquent pas le phénomène.

Tout récemment, Officer (2007) aborde les acquisitions des cibles non cotées par une double question : pourquoi une prime aux acquéreurs et comment la mesurer ? Les résultats mettent en évidence l'influence des impératifs de liquidité agrégée pour les cibles non cotées ; de même, la liquidation de filiales non cotées, spécialement en cash, est accentuée par le manque de rendement des titres du vendeur durant la période précédant immédiatement les opérations de F&A. Le besoin et la disponibilité de liquidité conditionnent le prix d'acquisition. Une décote de 15 à 30 % est mesurée par rapport aux multiples d'acquisition de cibles cotées comparables, ce qui constituerait le prix à payer pour la liquidité fournie par l'acheteur<sup>71</sup>. Cependant, les hypothèses relatives à la taille de l'acquéreur ou à l'information difficilement disponible relative aux cibles privées ne sont pas confirmées.

#### ***2.3.3.5. L'asymétrie d'information et l'évaluation de la cible.***

Officer, Poulsen et Stegemoller (2009) approfondissent l'étude des rendements des acquéreurs à l'annonce de F&A en lien avec l'asymétrie d'information relative à la cible et le mode de paiement. Alors qu'au départ, leur échantillon ne comptait que des cibles privées, ils étendent leur vérification également aux cibles cotées.

---

<sup>71</sup> Alors que Ang et Kohers (2001) se basent uniquement sur le MBR, Officer y ajoute le PER, le rapport entre le montant de la transaction et l'EBITDA, ainsi que le rapport entre le montant de la transaction et les ventes ; il compare ces multiples d'acquisition à la moyenne des multiples correspondants du portefeuille de cibles cotées comparables. Il confirme toutefois les conclusions de Ang et Kohers et considère qu'il s'agit là d'une exception par rapport aux résultats obtenus avec les trois autres multiples.

Selon leur étude s'appuyant sur le modèle théorique de Hansen (1987), les rendements positifs des acquéreurs sont largement influencés par la manière optimale de conclure un contrat en présence d'asymétrie d'information. Les meilleurs rendements anormaux sont obtenus lorsque les acquéreurs paient en titres, parce que ce mode de paiement permet de partager les risques d'évaluation avec les propriétaires de la cible et qu'il est le mode optimal de conclusion d'un contrat face à une asymétrie d'information unilatérale. L'asymétrie d'information se vérifie principalement quand la cible est en phase de développement ou que son bilan comporte de nombreux actifs incorporels ou que la volatilité idiosyncratique de ses rendements est élevée. Mais pour que cette asymétrie soit source des meilleurs rendements, une seconde condition est nécessaire : outre le choix optimal du mode d'exécution du contrat, encore faut-il qu'en même temps, le marché des investisseurs soit lui-même confronté à des difficultés pour estimer la valeur de la cible aux yeux de l'acquéreur.

**TABLEAU 2.13. Rendements anormaux des acquéreurs et statut de la cible**

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Statut public	Statut privé
Hansen <i>et al.</i> (1996)	1985-1991	252	(-14, +5)	-0,98 %	1,15 %
Chang (1998)	1981-1992	536	(-1, 0)	-0,02 % (cash)	0,09 % (cash)
				-2,46 % <sup>a</sup> (titres)	2,64 % <sup>a</sup> (titres)
Ang <i>et al.</i> (2001)	1984-1996	4922	(0, +1)	0,06 % (cash)	1,83 % <sup>a</sup> (cash)
				-1,26 % <sup>a</sup> (titres)	1,32 % <sup>a</sup> (titres)
				0,14 % (mixte)	1,99 % <sup>a</sup> (mixte)
Fuller <i>et al.</i> (2002)	1990-2000	3135	(-2, +2)	-1,00 % <sup>b</sup>	2,08 % <sup>a</sup>
Faccio <i>et al.</i> (2006)	1996-2001	4429	(-2, +2)	-0,38 %	1,48 % <sup>a</sup>

Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Les RAC positifs pour les acquéreurs payant en titres des cibles difficilement évaluables sont davantage clairs lorsque les cibles sont privées. Pour les cibles cotées, bien que d'autres facteurs viennent brouiller ces résultats, l'effet persiste, mais de manière moins prononcée parce que l'asymétrie est mieux partagée entre sociétés cotées qu'entre sociétés cotées et non cotées.

Mais nous reviendrons de façon plus approfondie sur cette dernière étude car elle est précisément au cœur de notre travail empirique.

Le tableau 2.13 synthétise les résultats observés par les principales études que nous venons de citer et qui distinguent les RAC des acquéreurs en fonction du statut privé ou public des cibles.

Au terme de cette synthèse de la littérature scientifique consacrée au statut de la cible, il ressort que l'intérêt pour les opérations de F&A ayant pour cibles des sociétés non cotées est relativement récent par rapport à l'étude générale de cette activité financière, que l'impact financier de ces opérations est bien défini comme positivement important pour les acquéreurs, mais que les fondements théoriques du phénomène restent multiples et à confirmer.

## **2.4. Conclusion**

Le deuxième chapitre nous a permis de rendre compte de la complexité du phénomène des F&A tel qu'il peut être appréhendé par le marché des investisseurs.

A travers la revue de littérature, nous comprenons que la réaction des investisseurs à l'annonce de F&A est conditionnée par de nombreux facteurs informationnels. Sans pouvoir être exhaustif, nous avons présenté les principaux déterminants économiques des RAC des acquéreurs que la littérature scientifique récente retient le plus fréquemment.

La distinction des déterminants que nous avons opérée en trois types n'a pour seul but que de systématiser la présentation en vue de faciliter la compréhension de ce qui se passe lorsque l'annonce d'une opération devient publique. Elle n'a qu'un simple intérêt pédagogique car tous ces déterminants en pratique ne peuvent être isolés les uns des autres. Nous écrivions de fait, en ouvrant ce chapitre, que les déterminants ne sont pas mutuellement exclusifs. C'est que l'annonce publique d'une F&A véhicule un ensemble d'informations. Et c'est cet ensemble d'informations 'déterminantes' qui forme système

et qui va conditionner la réponse des investisseurs. Dans ce système, les déterminants conjuguent leur influence respective selon un dosage propre à chaque annonce dans son contexte particulier, sans permettre une prévision précise infaillible de son effet.

La difficulté de cerner la portée exacte de tel ou tel déterminant est perceptible à travers tout le parcours dressé dans ce chapitre. C'est ainsi que nous observons, par exemple, qu'un mode de paiement en titres est un signal en soi d'une portée toute relative à significations multiples : parce qu'il est reçu de manière totalement différente, si la cible est de taille importante, si elle n'est pas cotée, si elle est étrangère, s'il y a concurrence entre acquéreurs potentiels ou encore si l'opération fait partie d'un programme d'acquisitions. Toutefois, face à cette complexité, l'alchimie de la combinaison des déterminants n'empêche pas de dégager certaines constantes et certaines combinaisons dominantes, à partir des observations accumulées depuis de nombreuses années en ce domaine particulier de l'activité financière.

Ainsi, parmi elles, Betton, Eckbo et Thorburn (2008) observent sur un échantillon de 3482 annonces de F&A s'étendant de 1980 à 2005, que la combinaison la plus néfaste du point de vue des RAC des acquéreurs est la grande taille de l'acquéreur (quartile supérieur), le paiement en titres et la cible cotée. Dans ce contexte, le RAC moyen sur la période (-1, +1) est de -2,21 %. A l'opposé, le scénario le plus favorable combine un acquéreur de petite taille (quartile inférieur), un paiement en titres et une cible non cotée. Le RAC moyen est alors de 6,46 %. Ils font remarquer que contrairement à l'opinion traditionnelle, le paiement en titres n'est pas la cause première des RAC négatifs pour les actionnaires de l'acquéreur ; ce seraient plutôt le statut de la cible et la taille de l'acquéreur.

La recherche scientifique s'efforce donc modestement de dégager un certain nombre d'orientations majeures. Ce sont celles-là que nous avons voulu résumer ici. Elles nous seront utiles pour contrôler la validité des résultats de notre étude que nous analysons dans le chapitre suivant.



### **Chap. 3. La difficulté d'évaluation de la cible comme variable explicative complémentaire**

Le chapitre précédent s'est achevé par les travaux de Officer *et al.* (2009) consacrés au lien entre les RAC de l'acquéreur et l'asymétrie d'information par rapport à la cible. Leurs travaux sur le sujet étaient initialement orientés vers les cibles privées. Ils ont ensuite inclus également les cibles cotées dans leur échantillon. Notre recherche a ceci de commun avec la leur que l'asymétrie d'information à l'égard de la cible est aussi au centre de notre réflexion et que nous la considérons en lien avec les RAC des acquéreurs. Notre originalité est de chercher des facteurs qui traduisent cette asymétrie d'information pour tester leurs effets sur les RAC des acquéreurs de cibles cotées. Notre démarche délaisse les cibles privées au sujet desquelles une importante littérature s'est développée ces dernières années<sup>72</sup>. L'échantillon exclusivement composé de cibles cotées nous donne la possibilité d'utiliser des facteurs qui ne sont pas disponibles pour des sociétés non cotées, comme le suivi des analystes financiers ou encore la variance idiosyncratique. Mais la démarche est intuitivement plus périlleuse. Officer *et al.* (2009) le reconnaissent eux-mêmes au terme de leur recherche : ils observent que les effets sont nettement plus évidents avec des cibles privées, alors que ces effets peuvent en partie être masqués par d'autres facteurs pour les cibles cotées. Nous considérons donc que si nous réussissons le défi d'établir la nature de la relation entre les RAC de l'acquéreur et

---

<sup>72</sup> Cfr les études citées dans la section relative au statut de la cible, au chap. 2.

la difficulté d'évaluation de la cible cotée, la découverte ne pourra être que confirmée par l'examen d'une population de cibles non cotées.

La question de l'asymétrie d'information au chapitre précédent a d'abord été effleurée à propos du choix du mode de paiement et de l'interprétation ambivalente que le marché peut en faire. Dans le cadre d'un marché parfait, lors d'une transaction portant sur le transfert du contrôle d'une entreprise, le mode de paiement n'a pas d'importance économique pour les parties. Par contre, si celles-ci sont confrontées à des asymétries d'information, avons-nous indiqué, elles peuvent l'utiliser comme remède à ces déséquilibres informationnels, ce qui constitue un signal à destination du marché. Or, l'impact du signal sur la richesse de l'acquéreur coté dépend de l'information révélée au moment de l'annonce. Le contenu de l'information est de trois ordres<sup>73</sup> :

- l'information relative à la valeur propre de l'acquéreur ;
- l'information relative à la valeur de la synergie pouvant être générée par l'opération ;
- l'information relative au (sur-)prix payé par l'acquéreur et donc à la valeur de la cible.

Par conséquent, nous devinons que l'asymétrie d'information dans une de ces trois directions aura une incidence sur les RAC des acquéreurs. Mais il s'agit là de l'asymétrie d'information à laquelle est confronté, au moment de l'annonce de F&A, le marché des investisseurs 'finaux' ou 'communs', c'est-à-dire non impliqués directement dans l'opération envisagée. Dans un premier temps, celle qui nous intéresse est l'asymétrie d'information au premier degré, c'est-à-dire celle à laquelle est confronté l'investisseur 'premier', à savoir celui qui se lance dans une opération de F&A, lors de l'évaluation de la cible dans laquelle il décide d'investir. La manière dont il va gérer cette asymétrie aura une répercussion sur le marché, lui-même confronté au second degré à cette asymétrie. Dans un second temps, c'est celle-là qui nous intéressera : comment va réagir le marché lorsque l'acquéreur annonce qu'il se lance dans une F&A dont la cible est difficilement évaluable ? C'est tout le propos de ce dernier chapitre. La problématique est schématiquement résumée dans le graphe 3.1.

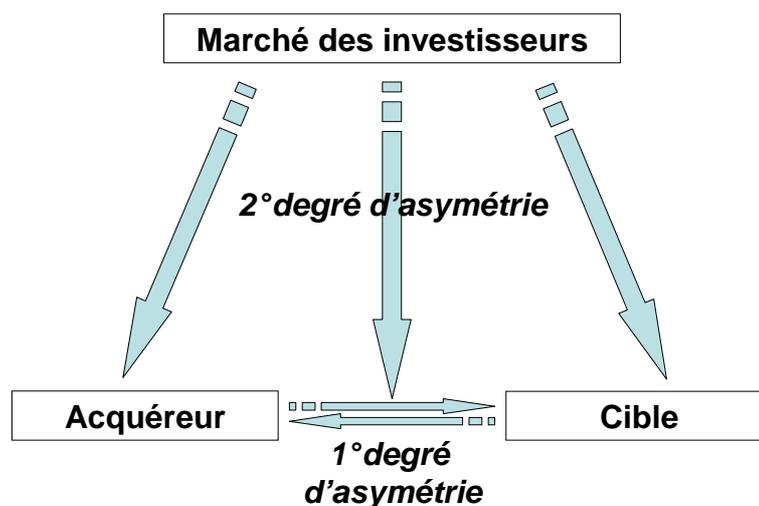
Selon nous, le fait que la cible soit difficilement évaluable devrait inciter l'acquéreur averse au risque à faire preuve d'une prudence particulière dans son offre pour le rachat des actions de la cible. Ce faisant, il éviterait un débours excessif à la conclusion de

---

<sup>73</sup> Hietala, Kaplan et Robinson (2003).

l'opération. Ce qui devrait dès lors se traduire par une réaction positive du marché et par des RAC qui seraient plus favorables pour l'acquéreur. La question est alors de savoir quelles sont les caractéristiques qui rendent difficile la valorisation de la cible ; autrement dit, comment identifier ce type de cible pour ensuite contrôler la réaction du marché à l'annonce ? Nous retiendrons un certain nombre de variables d'intérêt comme indices révélateurs de l'asymétrie d'information rendant moins précise l'évaluation de la cible aux yeux de l'acquéreur. En nous basant sur ces variables, nous vérifierons ensuite notre hypothèse sur un échantillon d'annonces mettant en présence uniquement des sociétés cotées. Si cette hypothèse se vérifie pour les cibles cotées difficilement évaluables, elle devrait *a fortiori* se vérifier pour les cibles non cotées, par nature intrinsèquement moins transparentes et donc plus difficiles à évaluer.

**GRAPHE 3.1. Les deux degrés d'asymétrie d'information**



La suite de ce chapitre se développe, dans une première section, à partir de l'approche théorique de l'asymétrie d'information ; suite à l'approche théorique, nous verrons quel a été l'apport des études empiriques et nous traiterons de l'asymétrie d'information au second degré. La deuxième section présente notre étude empirique ; après la modélisation et un rappel méthodologique, nous décrivons la construction de l'échantillon des annonces et les variables retenues pour commenter ensuite les résultats, avant de conclure dans la troisième section.

## 3.1. L'asymétrie d'information

### 3.1.1. Approche théorique de l'asymétrie d'information

Les études théoriques le plus souvent citées en matière d'asymétrie d'information sont celles de Hansen (1987), de Fishman (1989) et de Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990).

Hansen (1987) construit un modèle théorique pour expliquer le rôle de l'information asymétrique dans le choix du mode de paiement lors de F&A. Il considère la transaction comme un jeu de négociation entre deux parties disposant d'une information imparfaite pour aboutir à une offre ferme et définitive payable soit en titres, soit en espèces. L'accent porte sur le danger de sélection adverse et les moyens d'optimiser la transaction tout en réduisant les conséquences de ce risque. Comme le modèle classique d'Akerlof (1970)<sup>74</sup>, celui de Hansen repose sur l'asymétrie d'information entre l'acquéreur et la cible, et non entre les offrants en compétition pour une même cible<sup>75</sup>. Cette asymétrie est double et concerne aussi bien l'offrant que la cible, dans la mesure où chaque partie détient une meilleure information relative à ses propres actifs. Sachant que la cible se vendra seulement lorsque l'offre dépassera sa valeur, pour se protéger du risque de sélection adverse, l'acquéreur devra baser son offre non sur une valeur espérée inconditionnelle, mais bien sur la valeur espérée conditionnellement au fait que l'offre

---

<sup>74</sup> Akerlof (1970) a décrit comment les amateurs de voitures d'occasion réagissent à l'information imparfaite et pourquoi ce marché est composé d'un nombre disproportionné d'épaves (« lemons »). Les acheteurs proposent des offres basées sur la valeur espérée d'un véhicule tout en tenant compte de la possibilité que celui-ci puisse se révéler être une véritable épave, même si les propriétaires, suspectés de vouloir surévaluer leur bien, signalent les qualités de leur voiture. Ceci a pour conséquence que les propriétaires de voitures de haute qualité ne peuvent obtenir de bons prix, les offres étant plus basses que la valeur réelle. Dès lors, les voitures de haute qualité restent hors marché et celui-ci est principalement constitué d'épaves, comme la mauvaise monnaie chasse la bonne !

<sup>75</sup> Dans le cas d'asymétrie d'information entre offrants en compétition pour la même cible, la révélation des sources de valeur à d'autres acquéreurs potentiels provoque une diminution de la crainte de « la malédiction du gagnant » (« winner's curse ») (Thaler, 1992) et une augmentation du prix payé à la cible. C'est la raison pour laquelle les acquéreurs potentiels en lice dans une telle situation préfèrent une moindre asymétrie d'information à l'égard de la cible, mais une plus grande asymétrie entre eux pour limiter la concurrence. Voir à ce propos Wilson (1967), Barney (1988), Povel et Singh (2006).

soit acceptée. La cible, en effet, utilisant son information, n'acceptera pas toujours l'offre, alors même que celle-ci pourrait se révéler *ex post* bénéfique pour tous. Pour élargir la fourchette d'acceptation de la proposition, l'offrant proposera ses propres titres en lieu et place du paiement en espèces. A l'équilibre, avec cette asymétrie de part et d'autre des parties à la transaction, Hansen conclut que l'acquéreur proposera ses titres lorsqu'ils sont surévalués<sup>76</sup> ou lorsque l'asymétrie d'information à propos de la cible est forte. La cible y verra un signal lui permettant d'estimer la valeur de l'acquéreur qui choisira de manière optimale le moyen et l'importance du paiement de façon à soutenir le sentiment de la cible à propos du lien entre ce signal et la valeur.

Les premières implications empiriques dégagées de ce modèle théorique par Hansen sont que la probabilité de l'utilisation de titres va diminuant avec l'accroissement de la taille de l'acquéreur relative à la cible, que cette même probabilité s'accroît avec l'endettement de l'acquéreur et décroît avec l'endettement de la cible, et enfin que l'effet de signal du mode de paiement quant à la valeur de l'acquéreur trouble l'effet de cotation de la fusion elle-même.

L'auteur reconnaît cependant que ces implications empiriques ne sont que modérément soutenues par la réalité.

Une des limites de ce modèle, soulignée par Officer *et al.* (2009), est probablement que l'asymétrie d'information relative à la cible concerne seulement la valeur de celle-ci en tant qu'entreprise autonome et non sa valeur aux yeux de l'acquéreur, avec les synergies potentielles à propos desquelles l'acquéreur dispose sans doute de beaucoup plus d'information.

Fishman (1988, 1989) avait déjà abouti en 1984 (dans des travaux publiés seulement en 1988) à des conclusions similaires à celles de Hansen (1987) et avait décelé un effet du mode de paiement avec un modèle légèrement différent : son modèle comportait un processus d'enchères successives de plusieurs offrants et un choix entre paiement en espèces ou par créance garantie par les actifs de la cible. En 1989, le modèle théorique de Fishman, à la différence de Hansen, tient compte de l'information privée de l'acquéreur à propos de ses gains provenant du rachat de la cible et dépendant de la valeur de celle-ci. Il comporte aussi l'hypothèse qu'une fois la cible identifiée par un premier offrant, les offrants successifs vont devoir supporter un coût pour obtenir une information suffisante qui leur permettra de faire offre en tenant compte de leurs

---

<sup>76</sup> Ce qui rejoint l'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984) déjà mentionnée.

propres gains potentiels en cas de rachat. Ils le supporteront seulement s'ils sont convaincus que l'évaluation de la cible par l'offrant initial reste en dessous d'une valeur critique. Par une offre en espèces, le premier offrant supporte un coût relativement élevé de sur-paiement, mais en contrepartie, il signale une évaluation élevée de la synergie, ce qui dissuade la concurrence. Fishman (1989) considère que les offres en espèces apporteront donc à l'acquéreur des rendements anormaux plus importants à l'annonce, conséquence de la dissuasion, et une moindre probabilité de rejet de l'offre en raison d'une concurrence plus limitée. Mais il ne teste pas empiriquement son modèle.

Les recherches théoriques antérieures retenaient l'alternative de paiement entièrement en espèces ou bien en titres. Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) tentent de fournir, quant à eux, une explication théorique de la relation qui existe entre, d'une part, la combinaison d'espèces et de titres en paiement et, d'autre part, l'information privée de l'acquéreur concernant sa propre valeur et la valeur de la synergie escomptée. Ils identifient un équilibre distinct où cette combinaison révèle à la cible la valeur de l'acquéreur après acquisition. Le modèle implique que l'effet induit de l'offre sur la valeur de l'acquéreur est monotone croissant et convexe pour la partie liquide de l'offre. Sur un échantillon canadien de 182 opérations, parmi lesquelles 56 sont payées en partie en cash et en partie en actions, le RAC moyen des acquéreurs basé sur des données mensuelles est significativement positif et plus grand pour ces opérations que pour celles uniquement en cash ou en actions.

Ces études indiquent que la question de l'asymétrie d'information est posée dans l'approche théorique à l'occasion du choix du mode de paiement.

### **3.1.2. Apport des études empiriques**

Un large courant d'études empiriques s'est développé à la suite de l'ensemble de cette recherche théorique initiale qui privilégiait presque exclusivement les paiements en espèces ou en actions ou les combinant<sup>77</sup>. Certaines études empiriques ultérieures élargissent d'ailleurs la palette des modes de paiement en intégrant d'autres moyens moins traditionnels. Mais leur intérêt pour nous n'est pas là ; il réside surtout dans

---

<sup>77</sup> Travlos (1987), Martin (1996) et les autres auteurs cités au chapitre 2 (dans la partie consacrée au mode de paiement), à l'exception de quelques études comme par exemple Kohers et Ang (2000), Datar, Frankel et Wolfson (2001) et Chatterjee et Yan (2008).

l'éclairage qu'elles portent sur les éléments révélateurs d'asymétrie, ce qui nous servira aussi pour notre étude.

Ainsi, Finnerty et Yan (2009) considèrent que les offres en espèces ou en titres ne répondent pas de manière satisfaisante au problème de double asymétrie d'information parce qu'elles ne peuvent répondre simultanément à l'asymétrie de l'une et de l'autre partie à la transaction. Même dans l'éventualité d'un paiement partiellement en espèces et partiellement en titres, comme l'envisagent Eckbo *et al.* (1990), l'acquéreur réduit le coût de sur-paiement seulement pour la partie en titres, mais non pour la partie en espèces. Et plus la part de paiement en titres sera élevée, plus l'asymétrie d'information pour l'acquéreur à l'égard de la cible sera réduite, mais en revanche, plus l'asymétrie pour la cible à l'égard de son acquéreur sera élevée. Les auteurs suggèrent donc que les obligations convertibles seront préférées lorsqu'il existe une grande asymétrie dans le chef des deux parties : cet instrument est mieux adapté, disent-ils, parce qu'il réduit le coût de sur-paiement pour l'ensemble du prix payé, une fois les obligations converties en actions. L'étude empirique semble confirmer leurs hypothèses et montre que les acquéreurs bénéficient à l'annonce de rendements anormaux supérieurs lors d'opérations payées par obligations convertibles, tandis que les cibles cotées récoltent des rendements anormaux plus faibles dans ces circonstances.

De manière plus spécifique, et d'une utilité toute particulière pour nous, Coff (1999) s'intéresse à la manière dont les acquéreurs affrontent l'asymétrie d'information quand les cibles sont des sociétés d'experts (*'knowledge-intensive firms'*). L'étude révèle que leur stratégie consiste à offrir des primes moins élevées, à choisir des moyens de paiement conditionnels (actions ou *earnouts*<sup>78</sup>, par ex.) et à obtenir une meilleure information en évitant les offres publiques et en favorisant les longues négociations.

Pourtant, lorsque les parties en présence sont de secteurs différents, cette stratégie semble écartée, soit parce que l'acquéreur ne prévoit pas une forte intégration de la cible après acquisition, soit parce qu'il ne perçoit pas correctement l'importance de l'asymétrie.

En étudiant les effets de la sélection adverse et des coûts d'agence sur les structures d'offres d'acquisition, Datar, Frankel et Wolfson (2001) découvrent que le paiement est

---

<sup>78</sup> Les « *earnouts* » sont des paiements conditionnels en faveur des propriétaires de la cible soumis à la réalisation par celle-ci de certains objectifs de performance.

plus souvent dépendant de la réalisation de performances futures par les cibles quand celles-ci ont une plus grande information privée.

Après avoir interrogé 61 entreprises liées par des conventions d'*earnouts*, ils formulent huit hypothèses à tester sur un plus grand échantillon composé de 8298 acquisitions réalisées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1990 et le 31 décembre 1997.

Les tests leur permettent de conclure que la technique des *earnouts* est plus utilisée lorsque la cible est non cotée ou filiale d'une société cotée, à forte intensité d'investissement en matière de R&D, à croissance élevée ou avec une part significative d'actifs incorporels, lorsque le secteur d'activité de la cible est différent de celui de l'acquéreur ou que son secteur est un secteur dans lequel se réalisent peu d'opérations de F&A. Les hypothèses selon lesquelles la technique serait plus utilisée quand la cible est une société de service ou que son management n'est pas lui-même en partie acquéreur ne sont que modérément vérifiées. Mais n'est pas vérifiée l'hypothèse relative aux opérations transfrontalières qui seraient plus favorables aux *earnouts*.

Shen et Reuer (2005) comparent les cibles privées et publiques, plus spécialement les acquisitions de petites entreprises manufacturières.

Ils considèrent que le niveau d'asymétrie d'information auquel doit faire face l'acquéreur dépend de sa capacité à déterminer la valeur de la combinaison des entreprises et le type de ressources acquises. Plus concrètement, l'âge de la cible, son secteur d'activité, ses immobilisations incorporelles et ses investissements au travers d'accords de collaboration affectent, selon les auteurs, cette capacité d'évaluation. Ce sont les quatre variables explicatives qu'ils retiennent dans leur modèle.

A partir d'un échantillon de 6731 firmes du secteur manufacturier acquises entre 1996 et 1999, ils concluent que, pour réduire les risques de sélection adverse, les acquéreurs privilégient les cibles publiques lorsqu'il s'agit d'acquérir de jeunes entreprises ou des entreprises d'un secteur industriel différent. Les acquéreurs tendent également à éviter les sociétés privées aux actifs incorporels importants ou qui n'ont pas signalé la valeur de ces ressources par d'autres moyens comme des accords de collaboration.

Enfin, Officer *et al.* (2009), déjà cités à propos du statut de la cible au chapitre précédent, mettent en avant le risque d'évaluation de la cible et son retentissement sur le choix du mode de paiement et sur la réaction du marché. Les acquéreurs engrangent des

rendements plus importants à l'annonce lorsqu'ils paient en titres des cibles dont le chiffre d'affaires est faible, quand les dépenses en R&D des cibles dépassent le chiffre d'affaires ou quand la volatilité idiosyncratique du rendement des cibles est élevée.

Comme indicateurs de la difficulté d'évaluer la cible, après en avoir testé plusieurs, Officer *et al.* (2009) en retiennent seulement deux: un indicateur dit 'du stade de développement' et la part d'actifs incorporels dans le bilan. L'indicateur du stade de développement est une variable muette qui prend la valeur 1 si la cible a un chiffre d'affaires inférieur à 500000 USD ou si les dépenses de R&D sont supérieures au chiffre d'affaires. Ils testent également d'autres indicateurs, mais sans succès : l'âge de la firme, son secteur d'activité, le fait que la cible soit suivie ou non par *Compustat* ou par *IBES*, le fait que l'offre soit la première dans le secteur d'activité de la cible après une période dormante mesurée comme Song et Walkling (2008).

Leur échantillon s'étend de 1995 à 2004 et est divisé en deux selon le statut de la cible. Il comprend 735 cibles privées et 1944 cibles cotées.

Pour les cibles privées, le paiement en titres induit des RAC nettement supérieurs pour les acquéreurs par rapport à un autre mode de paiement, lorsque les cibles sont au stade de développement tel que défini précédemment (RAC de 5,8 % au lieu de -5,8 %) ou lorsqu'elles possèdent des actifs incorporels pour au moins 10 % de leur bilan (RAC de 10,3 % au lieu de 4,7 %). Le tableau suivant reproduit partiellement les résultats d'Officer *et al.* (2009) pour les cibles privées, avec la p-valeur du test-t de la différence des moyennes des RAC.

Pour les cibles cotées, l'indicateur de stade de développement devient inopérant en raison de la taille plus importante des cibles. Les auteurs utilisent alors la volatilité idiosyncratique du rendement des cibles comme révélateur de la difficulté d'évaluation. La mesure de la volatilité qu'ils utilisent est l'écart-type des rendements anormaux quotidiens de la cible calculés selon le modèle Beta-1 à partir du 205<sup>e</sup> jour jusqu'au 6<sup>e</sup> jour avant la date d'annonce<sup>79</sup>. Mais ils ne donnent pas les résultats selon le mode de paiement comme ils le font pour les cibles privées. Ils présentent uniquement les résultats des opérations payées au moins pour 90 % en titres : ce qui représentent 938 cas sur les 1944 acquisitions. Ils tiennent également compte de la difficulté d'évaluer l'acquéreur sur base du même critère de volatilité idiosyncratique.

---

<sup>79</sup> Le modèle Beta-1 approxime le modèle de marché proposé par Sharpe (1963) en estimant le rendement normal quotidien pour chaque société de l'échantillon comme étant égal à l'indice de marché de référence (*cfr. infra* Méthodologie).

**TABLEAU 3.2. Résultats de l'analyse univariée pour les cibles privées**

Ce tableau, emprunté à Officer *et al.*(2009), présente les RAC moyens des acquéreurs cumulés sur une période de trois jours autour de la date d'annonce. Les cibles privées sont séparées en deux sous-échantillons constitués en fonction des deux indicateurs retenus de la difficulté d'évaluation de la cible : le stade de développement (sous-échantillon A) et la part d'actifs incorporels dans le bilan (Sous-échantillon B). Il démontre l'interaction qui existe entre ces indicateurs et le mode de paiement. Le paiement est considéré fait en actions à partir du moment où celles-ci représentent au moins 90 % du paiement. Les cibles en stade de développement sont celles dont le chiffre d'affaires est inférieur à 500000 USD ou dont les dépenses de R&D sont supérieures au chiffre d'affaires. La part d'actifs incorporels retenue comme indicateur de la difficulté d'évaluer la cible est d'au moins 10 % du total du bilan. La dernière colonne ou ligne de chaque sous-échantillon indique la p-valeur du test-t de la différence des moyennes des RAC de la ligne ou colonne correspondante. Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> indiquent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

<b>Sous-échantillon A</b>			
<b>RAC acquéreurs (-1, +1)</b>	<b>Cibles en développement</b>	<b>Autres cibles</b>	<b>p-valeur</b>
<b>Paiement en actions</b>	<b>5,8 %<sup>b</sup></b>	4,0 % <sup>a</sup>	0,41
<b>Autre paiement</b>	<b>-5,8 %<sup>b</sup></b>	3,8 % <sup>a</sup>	0,00
<b>p-valeur</b>	0,00	0,85	
<b>Sous-échantillon B</b>			
<b>RAC acquéreurs (-1, +1)</b>	<b>Actifs incorporels ≥ 10%</b>	<b>Actifs incorporels &lt; 10%</b>	<b>p-valeur</b>
<b>Paiement en actions</b>	<b>10,3 %<sup>a</sup></b>	3,5 % <sup>a</sup>	0,04
<b>Autre paiement</b>	<b>4,7 %<sup>a</sup></b>	2,8 % <sup>a</sup>	0,12
<b>p-valeur</b>	0,09	0,55	

Source : Officer et al. (2009).

En fonction de la médiane de la volatilité des acquéreurs et des cibles cotées, les résultats sont plus mitigés. Les RAC sont significativement moins négatifs lorsque la difficulté d'évaluer la cible est élevée, et qu'en même temps la volatilité de l'acquéreur est faible, mais les RAC les plus élevés sont observés lorsque l'acquéreur est difficile à évaluer et la cible pas, comme l'indique de manière surprenante le tableau suivant ! Les auteurs mesurent les RAC les plus faibles quand les deux parties sont difficiles à évaluer, ce qui révélerait, selon eux, que ce mode de paiement est inadéquat dans ce cas.

**TABLEAU 3.3. Résultats de l'analyse univariée pour les cibles cotées**

Ce tableau reproduit partiellement celui de Officer *et al.*(2009) et présente les RAC moyens des acquéreurs cumulés sur une période de trois jours autour de la date d'annonce. L'unique mode de paiement considéré ici est celui constitué d'au moins 90 % d'actions. La volatilité de l'acquéreur est l'écart-type des rendements anormaux quotidiens de l'acquéreur calculés selon le modèle Beta-1 à partir du 205e jour jusqu'au 6e jour avant la date d'annonce. La volatilité de la cible est calculée de la même manière à partir des rendements anormaux quotidiens de la cible. Les opérations sont réparties selon que la volatilité est supérieure ou inférieure à la médiane, tant pour l'acquéreur que pour la cible. La dernière colonne ou ligne indique la p-valeur du test-t de la différence des moyennes des RAC de la ligne ou colonne correspondante. Les lettres <sup>a</sup> et <sup>b</sup> indiquent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

RAC des acquéreurs (-1, +1)	Volatilité de l'acquéreur supérieure à la médiane	Volatilité de l'acquéreur inférieure à la médiane	<i>p-valeur</i>
Volatilité de la cible supérieure à la médiane	-4,2 % <sup>a</sup>	-1,7 % <sup>a</sup>	0,00
Volatilité de la cible inférieure à la médiane	-1,1 %	-1,6 % <sup>a</sup>	0,63
<i>p-valeur</i>	0,00	0,83	

Source : Officer et al. (2009).

Les auteurs présentent ensuite les résultats de leurs analyses multivariées, d'une part, pour les cibles privées et, d'autre part, pour les cibles cotées.

Les analyses multivariées sur l'échantillon des cibles privées confirment que les RAC sont plus élevés lorsqu'une cible au stade de développement est acquise par un paiement en titres. Parmi les variables de contrôle, ils incluent aussi la volatilité idiosyncratique de l'acquéreur. Alors que Moeller, Schlingemann et Stulz (2007) trouvent une relation négative entre les RAC des acquéreurs de cibles cotées payées en titres et la volatilité idiosyncratique des acquéreurs, Officer *et al.* (2009) n'observent qu'un faible pouvoir prédictif de cette volatilité et une relation positive pour leur échantillon de cibles privées.

Le résultat fondamental, à savoir que les RAC des acquéreurs sont plus importants lorsqu'ils paient en titres des cibles difficiles à évaluer, est confirmé par les analyses multivariées sur l'échantillon des cibles cotées. Dans le même temps, les RAC des acquéreurs de cibles cotées sont plus négatifs, lorsqu'ils optent pour un paiement en

titres alors que leur propre volatilité est importante, ce qui est un indice de sélection adverse et ce qui confirme les conclusions de Travlos (1987) sur les modes de paiement.

Au terme de ce parcours de la littérature relative à l'asymétrie d'information, nous constatons que la plupart du temps, la question de l'asymétrie est abordée en liaison avec la question du choix du mode de paiement. C'est pourquoi, en nous rappelant ce que nous écrivions à propos du mode de paiement et de la qualité de la gouvernance au chapitre précédent, nous mentionnons les travaux de Chatterjee et Kuenzi (2001). Ils résument de façon pertinente, à notre avis, la réflexion à propos de l'influence du mode de paiement sur le rendement à court terme des acquéreurs, en intégrant la dimension de l'asymétrie d'information et le caractère prospectif des décisions de F&A.

A leurs yeux, deux hypothèses constituent le cadre théorique initial de la réflexion relative à l'influence du choix du mode de paiement sur les rendements anormaux de l'acquéreur :

1) l'hypothèse du contenu informationnel formulée par Myers et Majluf (1984), selon laquelle une offre d'acquisition en actions sera perçue par le marché comme signe de surévaluation des titres en question ;

2) l'hypothèse des free cash flows<sup>80</sup> formulée par Jensen (1986) pour qui les acquisitions payées en espèces réduisent les coûts d'agence des free cash flows.

La vérification de ces deux hypothèses devrait conduire à observer que les transactions en titres débouchent sur des rendements anormaux négatifs à la date d'annonce, tandis que les transactions en espèces produisent des rendements anormaux positifs.

Toutefois, les tests insatisfaisants de vérification empirique de ces hypothèses et la multiplication des opérations financées par actions ces dernières années amènent les auteurs à retenir deux autres hypothèses qui contrastent fortement avec les hypothèses précédentes : il s'agit de l'hypothèse d'opportunité d'investissement et de l'hypothèse de partage du risque, toutes deux déjà mentionnées par Martin (1996). La première stipule que les entreprises avec d'excellentes opportunités d'investissements futurs ne devraient pas payer en espèces leurs acquisitions car les transactions en espèces doivent souvent être financées par de nouveaux emprunts. Or les cash flows ne devraient pas être consacrés au service de la dette, puisque cela réduit d'autant les cash flows

---

<sup>80</sup> Les free cash flows sont les flux de liquidité excédentaire restant dans l'entreprise après investissement.

disponibles pour le futur. Quant à la seconde hypothèse, elle suppose qu'il peut être avantageux, spécialement lors de transactions hautement risquées, de payer en titres parce que la cible partage le risque et est poussée dans ce cas à faire en sorte que l'opération réussisse (Hansen, 1987).

Ces deux nouvelles hypothèses transforment alors fondamentalement le regard porté sur les opérations en titres : celles-ci ne sont plus nécessairement perçues comme un signal négatif par les acteurs du marché.

Avant d'en venir à notre étude proprement dite, voyons justement comment les acteurs du marché autres que les investisseurs directement impliqués dans les opérations de F&A sont confrontés à l'asymétrie d'information.

### **3.1.3. L'asymétrie d'information au second degré**

Les études empiriques précédemment citées contribuent à mieux cerner les variables explicatives potentielles ou à formuler des hypothèses plus précises permettant de prendre en compte l'asymétrie d'information au premier degré dans les opérations de F&A.

Elles laissent le plus souvent dans l'ombre l'autre type important d'asymétrie, celui auquel doit faire face le marché. En effet, nous avons traité d'asymétrie d'information unilatérale ou bilatérale, selon que la victime était la cible ou l'acquéreur ou les deux à la fois. Mais avant de passer à la modélisation et à l'étude empirique, il nous semble important de préciser la nature de l'asymétrie au second degré à laquelle nous avons fait allusion au début de ce chapitre au graphique 3.1. La raison essentielle est que nous mesurons les rendements anormaux cumulés des acquéreurs qui sont la base de notre observation. Or l'acteur-clé par qui ces rendements adviennent est justement le marché. Et lui-même peut aussi être handicapé par une asymétrie d'information, que nous appelons l'asymétrie au second degré, plus ou moins forte en fonction de l'information révélée au moment de l'annonce.

Officer *et al.* (2009) font allusion à l'asymétrie d'information du marché à propos de leur échantillon de cibles privées : à l'annonce, le marché est normalement informé du

genre d'activité et de la situation financière de la cible privée, mais ils écrivent (pp.10 et 11) que lorsque la cible a déjà préalablement à l'annonce publié des informations précises la concernant, cette divulgation rend moins nets les résultats de l'analyse faite par les auteurs et fondée sur la difficulté d'évaluation de la cible. Officer *et al.* (2009) le signalent simplement dans la version actuelle de leur étude en se basant sur des résultats qu'ils ont obtenus et qu'ils ne publient pas. Dans leur version antérieure datant de 2006, ils distinguent en effet entre les cibles privées aux états financiers connus du marché et celles dont les états financiers restent inconnus du marché à l'annonce. Dans le premier sous-échantillon, il s'agit d'entreprises qui ont interrompu une procédure d'IPO<sup>81</sup> ou dont la dette est négociée sur le marché ou bien dont les états financiers sont joints et publiés à l'annonce. Mais c'est dans le second groupe, composé des opérations portant sur des cibles privées pour lesquelles le marché ne dispose pas de ces informations, là donc où le marché est le moins en mesure d'évaluer par lui-même la cible avec précision, que se vérifient les rendements anormaux les plus élevés à l'annonce pour les acquéreurs qui choisissent le mode optimal de paiement.

L'impact de l'asymétrie d'information à laquelle est exposé le marché et par laquelle il se laisse surprendre est précisé à travers l'étude de Song et Walkling (2008). Leurs travaux mettent en évidence que les acquisitions moins anticipées ou qui surprennent le marché sont en moyenne créatrices de valeur pour les actionnaires acquéreurs.

L'hypothèse d'anticipation par le marché est vérifiée à partir d'un échantillon de 3389 acquisitions réparties entre 1985 et 2001.

L'hypothèse d'anticipation qu'ils formulent est triple et peut être résumée ainsi :

- en supposant que les opérations de F&A sont créatrices de valeur (c'est-à-dire produisent des rendements anormaux positifs) pour l'acquéreur, l'ampleur de ces rendements croît avec le degré de surprise que provoque l'annonce (mesuré par la longueur de la 'période dormante', c'est-à-dire du laps de temps qui sépare dans le secteur d'activité de l'acquéreur l'annonce de la dernière opération et l'annonce considérée);

---

<sup>81</sup> Voir à ce propos Lian et Wang (2007) ou encore Cooney, Moeller et Stegemoller (2009) qui observent des RAC positifs pour les acquéreurs de cibles privées essentiellement lorsque celles-ci ont vu leur évaluation revue à la hausse après retrait d'IPO ou suite à la révision par des sociétés de 'venture capital', en raison de difficulté d'évaluation des cibles.

- au moment de l'annonce qui met fin à la 'période dormante', les rendements anormaux des rivaux qui deviendront eux-mêmes des acquéreurs dans un avenir proche diffèrent de ceux qui ne le seront pas ;
- les rendements anormaux des futurs acquéreurs s'alignent sur ceux du premier acquéreur de manière plus prononcée que ne le font ceux des autres rivaux.

Les auteurs procèdent d'abord à une analyse univariée basée sur la distribution des périodes dormantes pour tester la première partie de leur hypothèse.

Ils introduisent ensuite trois groupes de variables de contrôle pour procéder à l'analyse multivariée : le premier relatif à l'opération (mode de paiement, concurrence des offres, opération horizontale ou non, réussie ou pas, hostile ou non), le deuxième relatif à la cible (cotée ou non, du Delaware ou non, étrangère ou pas) et le troisième ayant trait aux vagues de fusions (avant, pendant, après, sans relation).

Ils testent également la faculté qu'a le marché de distinguer au moment de l'annonce les futurs acquéreurs potentiels en utilisant comme outil cinq régressions logit (tout l'échantillon, opérations horizontales, non horizontales, RAC positifs, RAC négatifs) en contrôlant la taille, la rentabilité, la liquidité, le levier, le Q de Tobin et l'intensité en R&D des offrants potentiels.

Ils observent que le premier acquéreur dans un secteur dormant de minimum 12 mois recueille des RAC significativement positifs de 0,71 % en moyenne ; par contre, pour l'ensemble des acquéreurs, les RAC sont non significatifs de 0,18 % en moyenne, ce qui est conforme aux conclusions traditionnelles de la littérature ; et les RAC de l'acquéreur suivant qui ne bénéficie pas d'une dormance de minimum 12 mois ne sont que de 0,04 %.

Leurs résultats vont jusqu'à contraster certaines observations traditionnelles dans la littérature scientifique. Ainsi, le paiement en actions d'acquisitions moins anticipées entraîne des RAC positifs pour l'acquéreur ou des RAC non significatifs lorsqu'il s'agit de cibles cotées. L'effet d'anticipation semble donc, selon les auteurs, l'emporter sur celui du choix du paiement ou celui du statut de la cible.

Sans nier l'importance d'autres déterminants, comme par exemple le mode de paiement ou le statut de la cible que nous venons de citer, les auteurs montrent l'impact de l'anticipation du marché, ainsi que le type d'information que le marché anticipe ; les

annonces de F&A véhiculent des informations qui sont susceptibles de se diffuser largement à travers tout un secteur d'activité.

La diffusion de l'information et la connaissance qu'a le marché à l'annonce de F&A posent d'ailleurs une question épistémologique importante abordée par Oler, Harrison et Allen (2008). Mais nous savons que de manière plus générale, le contrôle du flux gigantesque d'informations (ou parfois de désinformations) posent aujourd'hui de sérieuses questions auxquelles sont confrontées les autorités régulatrices de marché.

Retenons simplement au moment d'aborder maintenant l'étude empirique la prudence qui est de mise dans la lecture des résultats obtenus et leur portée, en ayant à l'esprit la perspective précise adoptée : celle limitée à l'acquéreur potentiel d'une cible difficile à évaluer et qui annonce publiquement et officiellement l'opération dont nous analysons la réaction à court terme du marché.

## **3.2. Notre étude empirique**

### **3.2.1. Modélisation**

Notre revue de la littérature a mis en évidence, notamment via les travaux de Officer *et al.* (2009), qu'il existe un lien entre la création de valeur au niveau de l'acquéreur et l'environnement informationnel de la cible. Nous explorons, dans cette section, sous un angle théorique, cette relation. Pour ce faire, nous adoptons le cadre suivant :

- deux acquéreurs souhaitent faire une offre pour acquérir une cible. L'acquéreur qui propose l'offre la plus importante acquiert la cible et paie le prix proposé. Nous nous plaçons ce faisant dans le cadre standard d'une enchère de type scellée au premier prix (*'first price auction'*)<sup>82</sup>;

---

<sup>82</sup> Osborne (2003), Milgrom (2004).

- chaque acquéreur est averse au risque et choisit par conséquent une offre qui maximise l'espérance de l'utilité de l'acquisition de la cible. La prise en compte de l'aversion au risque est nécessaire pour étudier le lien entre la difficulté d'évaluation de la cible et le choix d'une offre optimale.

Nous posons en outre les hypothèses (simplificatrices mais classiques dans la théorie des enchères) suivantes :

- la valeur attribuée par chaque acquéreur à la cible est privée et indépendante de la valeur attribuée par le second acquéreur à la même cible (modèle de type '*private and independent value*', par opposition à la valeur commune ou '*commun value*', qui viserait notamment le cas d'un rachat par des financiers pour revendre à des tiers<sup>83</sup>) ;
- les acquéreurs n'ont pas de contraintes de budget;
- les acquéreurs sont symétriques (en particulier, la valeur qu'ils assignent à la cible est issue de la même distribution de probabilité).

Dans ce cadre, chaque acquéreur détermine son offre optimale en solutionnant le programme mathématique suivant :

$$\text{Max}_{b_i} E(U) = \text{Pr}(b)U(v_i - b) \quad (1)$$

où  $b$  représente le montant de l'offre (et donc le prix payé si l'acquéreur gagne l'enchère) et  $v_i$  représente la valeur de la cible estimée par l'acquéreur  $i$ .

Nous adoptons une spécification de type CARA (*Constant Absolute Risk Aversion*) pour la fonction d'utilité des acquéreurs<sup>84</sup> ; pour rappel, il s'agit d'une classe de fonctions d'utilité exponentielles et qui s'exprime sous la forme :

$$U(x) = -e^{-\gamma x} < 0 \quad \text{avec } \gamma \text{ comme coefficient d'aversion au risque.}$$

---

<sup>83</sup> Bulow, Huang et Klemperer (1999), Osborne (2003).

<sup>84</sup> Des résultats analogues sont obtenus en optant pour une spécification de type CRRA (*Constant Relative Risk Aversion*).

Pour éviter de traiter des valeurs négatives (ce qui, dans le cas d'une acquisition d'un bien économique, peut paraître peu intuitif), nous adoptons la réécriture suivante<sup>85</sup> :

$$U(x) = 1 - e^{-\gamma x} \quad \text{qui est positive ssi } x \geq 0 \text{ }^{86}.$$

Nous pouvons donc réécrire (1) de la manière suivante :

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} E(U) = \Pr(b) (1 - e^{-\gamma(v_i - b)})$$

Nous étudions dans un premier temps le comportement d'offre optimal des acquéreurs en l'absence d'incertitude sur la valeur de la cible. Nous introduisons ensuite une incertitude sur la valeur de cette dernière et analysons les effets de cette incertitude sur l'équilibre identifié précédemment.

### ***A. Hypothèse de 2 acquéreurs $i$ et $j$ sans incertitude (enchère scellée au premier prix symétrique)***

Dans l'hypothèse d'absence d'incertitude et de deux acquéreurs  $i$  et  $j$  en présence, l'objectif pour chacun sera d'optimiser l'espérance de sa fonction d'utilité exprimée comme suit :

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} E(U_i) = F_j(\varphi(b_i)) (1 - e^{-\gamma(v_i - b_i)})$$

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} \ln E(U_i) = \ln[F_j(\varphi(b_i))] + \ln[1 - e^{-\gamma(v_i - b_i)}]$$

où  $\varphi(b_i)$  est l'inverse de la fonction d'offre d'équilibre. La condition de premier ordre (C.P.O) est par conséquent:

$$\frac{f_j(\varphi(b_i))}{F_j(\varphi(b_i))} \varphi'(b_i) + \frac{-\gamma e^{-\gamma(v_i - b_i)}}{(1 - e^{-\gamma(v_i - b_i)})} = 0$$

<sup>85</sup> Cfr. Matthews (1987), p. 635.

<sup>86</sup> Cette condition est vérifiée dans notre cas. Si nous posons  $x = v_i - b$ , à l'équilibre de Nash, si  $b > v_i$ ,  $i$  offrira 0 plutôt que d'offrir plus que  $v_i$ . Nous avons donc bien  $v_i - b \geq 0$ , qui n'est rien d'autre qu'une contrainte de participation.

Après arrangement des termes, nous obtenons :

$$\varphi'(b_i) = \frac{\gamma F_j(\varphi(b_i))}{(e^{\gamma(v_i - b_i)} - 1) f_j(\varphi(b_i))}$$

Par la contrainte de participation, dans une enchère de type au premier prix,  $v_i > b_i$ . Dans ces conditions,  $\varphi'(b_i)$  est strictement positif. Or  $\varphi(b_i)$  est l'inverse de la fonction

d'offre d'équilibre. Par conséquent,  $\varphi'(\cdot) = \frac{1}{\beta'(\cdot)}$ . Nous en déduisons finalement que

la fonction d'offre d'équilibre est bien croissante dans la valeur. Il s'agit d'un résultat standard en théorie des enchères.

### ***B. Hypothèse de 2 offrants $i$ et $j$ avec incertitude sur la valorisation***

Si nous sommes toujours en présence de deux acquéreurs  $i$  et  $j$  et que nous introduisons maintenant l'incertitude sur la valorisation, l'objectif s'exprime de la manière suivante :

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} E(U) = F_j(\varphi(b_i)) E(1 - e^{-\gamma(v_i + \tilde{\varepsilon} - b)})$$

où  $\tilde{\varepsilon}$  représente l'incertitude sur la valeur de la cible. Nous posons l'hypothèse que  $\tilde{\varepsilon}$  soit une distribution gaussienne de moyenne nulle et de variance  $\sigma_\varepsilon^2$ . L'utilité de l'acquéreur est donc de type log-normale, ce qui permet le calcul explicite de l'espérance de l'utilité :

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} E(U_i) = F_j(\varphi(b_i)) \cdot E(1 - e^{-\gamma(v_i + \tilde{\varepsilon} - b)})$$

=

$$\mathbf{Max}_{b_i^*} E(U_i) = F_j(b_i) \cdot \left[ 1 - e^{\left[ -\gamma(v_i - b_i) + \frac{\gamma^2}{2} \sigma_\varepsilon^2 \right]} \right]$$

Un développement analogue à celui réalisé à la section précédente conduit à l'expression de la dérivée de l'inverse de la fonction d'offre :

$$\varphi'(b_i) = \frac{\gamma F_j(\varphi(b_i))}{(e^{-\gamma(v_{ie}-b_i)+\frac{\gamma^2}{2}\sigma_\varepsilon^2} - 1) f_j(\varphi(b_i))}$$

Comme à nouveau  $\varphi'(\cdot) = \frac{1}{\beta'(\cdot)}$ , la fonction d'offre est croissante dans la valeur ajustée du risque de la cible. Nous en déduisons donc que :

- (i)  $\frac{\partial \beta(\cdot)}{\partial v_i} > 0$  : la fonction d'offre est croissante dans la valeur de la cible (comme en l'absence d'incertitude) ;
- (ii)  $\frac{\partial \beta(\cdot)}{\partial \sigma_i^2} < 0$  : la fonction d'offre est décroissante dans l'incertitude sur la valeur de la cible.
- (iii)  $\frac{\partial \beta(\cdot)}{\partial \gamma} < 0$  : la fonction d'offre est décroissante dans l'aversion au risque de l'acquéreur.

Par conséquent, la relation est ainsi établie entre l'offre de l'acquéreur, son aversion au risque et le risque de valorisation de la cible. Il reste à présent à vérifier comment concrètement le marché va réagir à l'annonce. En tenant compte de la relation que nous venons de formaliser, nous devrions nous attendre à observer une relation positive entre la réaction du marché mesurée par les RAC de l'acquéreur et la difficulté de valorisation de la cible. En effet, en raison de l'aversion au risque, nous savons que l'acquéreur sera d'autant plus prudent dans son offre que le risque de valorisation sera élevé ; l'acquéreur prudent présentera une offre plus faible et moins agressive, ce qui devrait se traduire par des RAC plus élevés en sa faveur. Autrement dit encore : à risque élevé de valorisation de la cible correspondront des RAC élevés pour l'acquéreur.

Notre proposition se résume donc dans les termes suivants :

**il existe une relation positive entre la difficulté  
d'évaluation de la cible et les RAC de l'acquéreur.**

Telle est l'hypothèse que nous retenons et qu'il nous appartient dès lors de vérifier dans la suite de l'étude, après avoir présenté brièvement la méthode utilisée.

### **3.2.2. Méthodologie**

La méthode que nous utilisons pour vérifier notre hypothèse est l'analyse de régression multivariée, qui nous permet de tester les nouvelles variables indépendantes que nous définirons, tout en contrôlant celles retenues dans les principales études mentionnées jusqu'ici.

Quant au calcul de la variable dépendante, il est effectué en ayant recours à une méthode classique, bien éprouvée en finance : la méthode des études d'événements.

Pour rappel, initialement, la méthode des études d'événement a été conçue pour tester l'hypothèse d'efficience des marchés financiers à la fin des années '60. Mais elle s'impose rapidement, dès le début de la décennie suivante, comme l'outil d'évaluation par excellence dans la recherche financière et comptable pour mesurer l'effet de création de richesse d'événements liés à la vie des entreprises, en supposant le marché financier efficient et d'anticipation<sup>87</sup>.

Le témoin essentiel de cette évolution dans la méthodologie est l'étude de référence de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969). Les auteurs étudient l'impact de l'attribution gratuite d'actions par division des titres ('*split*') sur la valeur boursière des sociétés réalisant l'opération<sup>88</sup>.

Cette méthode permet d'isoler l'influence d'un événement particulier sur la valorisation par le marché d'un actif financier. Il s'agit donc d'un outil de valorisation qui a connu depuis 1969 de nombreuses améliorations consistant essentiellement en des procédures statistiques destinées à mesurer de manière plus précise l'impact de l'événement considéré. Ainsi, les apports de Brown et Warner (1980, 1985) ont permis

---

<sup>87</sup> Kothari et Warner (2007) relèvent que plus de 560 études publiées entre 1974 et 2000 dans les revues scientifiques majeures comportent une application de la méthode.

<sup>88</sup> Il est amusant de remarquer que probablement, à en croire MacKinlay (1997), la première étude d'événement publiée avait pour thème le même événement de la vie de l'entreprise, à savoir l'attribution gratuite par division des titres (Dolley, 1933) !

de tenir compte des caractéristiques des données mensuelles et quotidiennes des rendements financiers et de leur autocorrélation<sup>89</sup>.

La démarche peut être synthétisée en quatre grandes étapes : la détermination de l'événement à considérer et de la période (ou fenêtre d'événement) à examiner ; l'estimation de la norme de comparaison ; le calcul, l'agrégation et le cumul des rentabilités anormales ; la vérification de la significativité statistique des résultats obtenus. S'agissant d'une méthode classique, nous ne reprendrons pas, étape par étape, la description du processus, mais uniquement les éléments spécifiques de l'application de la méthode à notre échantillon pour les trois premières étapes ; la quatrième, qui concerne la vérification de la significativité statistique, ne sera pas décrite en détails parce qu'elle ne présente aucune particularité dans son application à notre échantillon.

### **1) La détermination de l'événement à considérer et de la période (ou fenêtre d'événement) à examiner :**

La première étape consiste à définir l'événement dont nous voulons mesurer l'impact sur la valorisation de l'entreprise, de déterminer le moment de sa survenance et de délimiter la période sur laquelle nous comptons effectuer la mesure. Concrètement, dans notre cas, l'événement retenu est l'annonce faite publiquement d'une opération de F&A. La date de la première publication de cette information n'est pas toujours facile à obtenir. Nous avons retenu les dates mentionnées par la base de données *Thomson SDC*. Notre étude porte sur l'effet de création de richesse à court terme : la fenêtre d'événement doit donc être réduite pour mesurer plus précisément l'influence de l'annonce, sans autres perturbations. Nous avons retenu une période de 5 jours avant et après la date d'annonce comme Brown *et al.* (1985).

### **2) L'estimation de la norme de comparaison :**

Une fois définis l'événement et la période à considérer, il s'agit ensuite de déterminer la manière de calculer le rendement normal de chaque société pour chaque jour de la période. Il représente le rendement prévisible du titre en l'absence de l'événement considéré. Le calcul est basé sur un modèle de type soit statistique

---

<sup>89</sup> Pour un inventaire de ces améliorations, voir Aktas, de Bodt et Cousin (2009).

(de Sharpe, de Scholes et Williams, du rendement moyen constant,...), soit économique (MEDAF, APT,...). Les trois méthodes les plus répandues sont celle des rendements moyens ajustés, celle du modèle de marché ou celle du rendement ajusté du marché<sup>90</sup>. Les deux premières supposent la sélection d'une période dite 'nette' ou habituelle qui exclut la fenêtre d'événement. Sur cette période, est estimé le rendement normal de la firme considérée qui est la moyenne arithmétique de ses rendements quotidiens observés pour la première méthode et qui est le résultat de la régression du modèle de marché incluant le rendement d'un indice de marché déterminé pour la deuxième méthode. La troisième est une variante de la deuxième et est appliquée à la fenêtre d'événement et non à une période 'nette'. Nous avons retenu le modèle statistique du rendement ajusté du marché, encore appelé modèle Beta-1, qui est le plus simple dans sa manipulation et qui donne des résultats similaires aux autres approches sur de grands échantillons<sup>91</sup>. Le rendement normal prévu pour la société ( $j$ ) le jour ( $t$ ) dans la fenêtre d'événement est le rendement de l'indice du marché de ce jour-là. Cette méthode est une bonne approximation du modèle de marché de Sharpe (1963).

Le modèle de marché proposé par Sharpe établit une relation linéaire entre le rendement d'une action ( $j$ ) et le rendement du marché comme suit :

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j RM_t + \varepsilon_{j,t}$$

où  $R_{j,t}$  est le taux de rentabilité observé pour la firme ( $j$ ) le jour ( $t$ ),

$RM_t$  est le rendement d'un indice de marché de la firme ( $j$ ) le jour ( $t$ ),

$\alpha_j$  et  $\beta_j$  sont les paramètres estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires et représentent respectivement le rendement de la firme non expliqué par le marché et sa sensibilité au marché (mesure du risque),

$\varepsilon_{j,t}$  représente le résidu de la régression d'espérance nulle.

Le modèle Beta-1 l'approxime en considérant que  $\alpha_j = 0$  et  $\beta_j = 1$  pour toutes les sociétés de l'échantillon. Et cette approximation est satisfaisante car  $\alpha_j$  est très petit et le  $\beta_j$  moyen de l'ensemble des firmes est 1.

---

<sup>90</sup> Brown *et al.* (1980), Weston *et al.* (2003).

<sup>91</sup> Fuller *et al.* (2002), Weston *et al.* (2003), Moeller *et al.* (2004, 2005), Aktas *et al.* (2009<sup>b</sup>).

L'estimation du rendement normal quotidien pour chaque société peut donc s'exprimer ainsi:

$$\hat{R}_{j,t} = \hat{R}M_t$$

Il reste à déterminer l'indice de marché de référence : nous avons choisi comme estimation du portefeuille de marché l'indice quotidien équipondéré du CRSP, qui est la base de données que nous utilisons pour obtenir les cours des sociétés de l'échantillon.

### **3) Le calcul, l'agrégation et le cumul des rentabilités anormales :**

Pour obtenir le rendement anormal (RA) pour chaque société et chaque jour de la période retenue, il suffit alors de soustraire du rendement effectif observé le rendement normal estimé à l'étape précédente :

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - \hat{R}_{j,t}$$

Le RA de la firme (j) au jour (t) représente donc la part de rendement imprévue ou une estimation de la variation de sa valeur ce jour-là due à l'événement considéré.

Les rendements anormaux cumulés (RAC) pour chaque firme durant la période d'estimation sont la somme des RA quotidiens pour la période.

Les rendements anormaux cumulés moyens (RACM) sont la moyenne équipondérée des RAC ainsi obtenus.

Le résultat de ces calculs est donné dans la description de l'échantillon que nous abordons après le rappel de la dernière étape.

### **4) La significativité statistique des rendements anormaux cumulés :**

La dernière étape concerne la vérification de la significativité statistique des rendements anormaux cumulés ainsi calculés. Bien que décisive, nous ne la décrivons pas plus amplement ici, étant donné qu'elle ne présente aucune particularité d'intérêt dans le cadre de notre étude. La significativité des RAC a été vérifiée pour notre échantillon de manière traditionnelle selon la méthode classique

basée sur la distribution de la statistique-t de Student, tout en tenant compte des apports de Brown *et al.* (1980, 1985)<sup>92</sup>.

### 3.2.3. Description de l'échantillon et des variables

Nous expliquons à présent comment est construit l'échantillon, quelles sont les variables retenues et nous décrivons les caractéristiques de l'échantillon relativement à ces variables.

#### 1) Composition de l'échantillon

Notre échantillon est construit à partir de la base de données *Thomson SDC*.

Pour être en mesure de comparer les résultats obtenus avec ceux publiés antérieurement, nous avons, dans un premier temps, défini un échantillon avec toutes les opérations supérieures à un million de USD répondant aux critères de sélection suivants :

- acquéreurs cotés aux U.S.A. et repris par le *Center for Research in Security Prices* (CRSP) ;
- toutes cibles (U.S. ou non, cotées ou non) ;
- opérations bouclées ;
- part d'actions détenues dans la cible avant l'opération inférieure à 50 %.

L'échantillon comprend 28.662 opérations s'étendant de 1990 à 2002 ; il reproduit en partie celui utilisé par Moeller, Schlingemann et Stulz (2005).

Nous avons pu calculer les RAC pour 25.844 des 28.662 opérations reprises dans la base de données. Comme nous venons de l'expliquer, nous calculons les rendements anormaux quotidiens comme Fuller *et al.* (2002), Moeller *et al.* (2004, 2005), Aktas *et al.* (2009<sup>b</sup>) en utilisant le modèle Beta-1. Il permet de calculer les RAC en soustrayant le rendement quotidien du portefeuille de marché du rendement quotidien de chaque société. Nous utilisons comme estimation du portefeuille de marché l'indice quotidien équipondéré du CRSP. La fenêtre d'événement est de 11 jours (J-5, J+5) autour de la

---

<sup>92</sup> Pour plus de détails, voir également Boehmer, Musumeci et Poulsen (1991) et Aktas *et al.* (2007).

date d'annonce (J), les dates d'annonce de *Thomson SDC* étant réputées parfois imprécises, ce qui justifie de ne pas trop chercher à réduire la fenêtre, comme indiqué dans la partie méthodologique<sup>93</sup>.

Les rendements anormaux cumulés moyens (RACM) sont la moyenne équipondérée des RAC.

Le RAC moyen des acquéreurs est de 1,6 % avec une statistique-t de 18,6 et la médiane est de 0,5 %, résultats qui sont en ligne avec ceux obtenus par les études récentes fondées sur les grands échantillons de F&A (voir Moeller *et al.*, 2004). Selon le statut des cibles, nous constatons un RAC moyen des acquéreurs de 2,1 % pour les cibles non cotées et de 0,5 % pour les cibles cotées, les opérations entre sociétés cotées ne représentant que 27,6 % de la population totale. Ces chiffres sont précisés dans le tableau 3.4.

**TABLEAU 3.4. RACM des acquéreurs dans la fenêtre d'événement selon le statut des cibles**

Statut des cibles	Non cotées filiales d'entreprises			POPULATION TOTALE
	Non cotées (A)	cotées (B)	Cotées (C)	
<b>RACM</b>	2,095 %	2,110 %	0,453 %	1,645 %
<b>Ecart-type</b>	0,154	0,143	0,116	0,142
<b>Stat-t</b>	14,578	12,469	3,295	18,650
<b>P-Valeur</b>	0,000	0,000	0,001	0,000
<b># opérations</b>	11552	7151	7141	25844
<b>% opérat. totales</b>	44,7 %	27,7 %	27,6 %	100 %

Les observations relevées dans ce tableau sont en ligne avec celles notamment de Fuller *et al.* (2002, p. 1776) qui sur une fenêtre de cinq jours (-2, +2) autour de la date

<sup>93</sup> Fuller *et al.* (2002) indiquent que les dates d'annonce fournies par SDC sont correctes pour 92,6 % des opérations d'un échantillon pris au hasard de 500 F&A entre 1990 et 2000, et que les autres ne s'écartent pas de plus deux jours de la date indiquée. Une fenêtre (-2, +2) serait donc suffisante autour de la date d'événement ; par prudence, nous avons retenu (-5, +5) comme Brown *et al.* (2005), ce qui capte la majeure partie de l'effet d'annonce, sans introduire trop de bruit dans l'analyse.

d'annonce, plus réduite donc que la nôtre, rapportent des RAC pour les acquéreurs de 2,08 et 2,75 %, quand les cibles sont respectivement privées ou filiales, et de -1 %, lorsque les cibles sont cotées.

En examinant l'échantillon complet, nous avons voulu vérifier l'impact du statut coté ou non coté de la cible, puisqu'il s'agissait là du point de départ original de l'intuition qui guide la présente étude. Et cet impact est effectivement confirmé, comme l'indiquent les statistiques du tableau suivant : les différences de moyennes entre les groupes (A-C) et les groupes (B-C) sont significatives au seuil de 1% et la différence n'est pas significative entre les groupes (A-B).

**TABLEAU 3.5. Différences de moyennes selon le statut des cibles**

	(A-C)	(A-B)	(B-C)
<b>Différences Moy.</b>	<b>1,64%</b>	<b>-0,01%</b>	<b>1,66%</b>
<b>Stat-t</b>	7,727	-0,066	7,592
<b>P-Valeur</b>	0,000	0,947	0,000

Dans un second temps, pour affiner notre recherche orientée vers la difficulté d'évaluer la cible, nous avons sélectionné et retenu les annonces selon les critères suivants :

- cibles U.S. cotées ;
- opérations pour lesquelles le pourcentage acquis est de 100% (acquisitions complètes sans aucune participation préalable).

Nous avons exclu les cibles étrangères et les cibles non cotées en raison des difficultés à rassembler les données homogènes nécessaires et en raison du recours à des variables explicatives inappropriées pour les cibles privées. Néanmoins, cette exclusion ne constitue pas un handicap, comme déjà indiqué précédemment, si nous considérons que la difficulté d'évaluation de la cible doit également être vérifiable lorsque la cible est cotée.

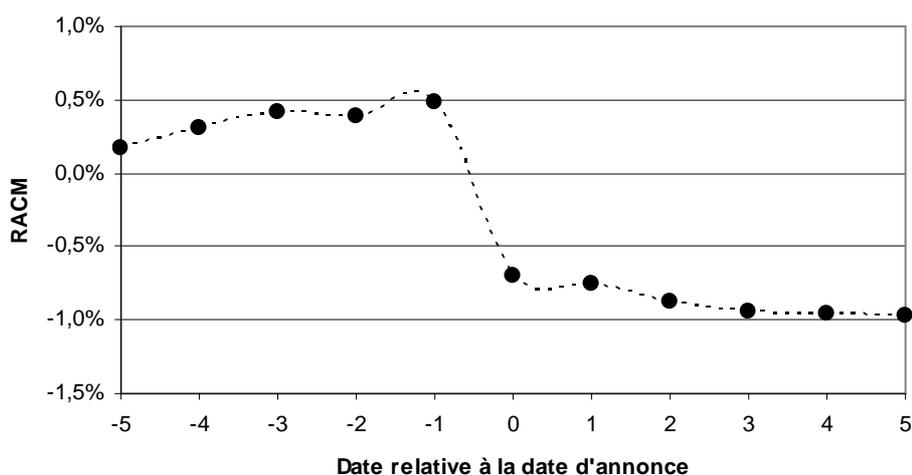
L'échantillon se réduit à 3471 opérations, desquelles il convient encore d'exclure celles pour lesquelles certaines données manquent. Nous obtenons alors une population de 1901 F&A, parmi lesquelles 109 opérations avec présence de plusieurs offres concurrentes et 30 hostiles.

Nos variables dépendantes sont les rendements anormaux cumulés (RAC) observés sur la période de onze jours autour de la date d'annonce.

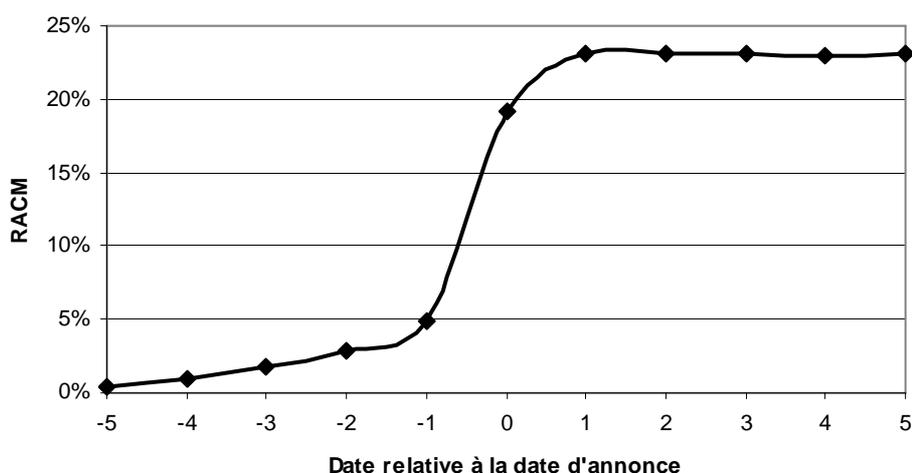
Expurgé des opérations visant les cibles privées, l'échantillon présente des statistiques différentes par rapport à notre échantillon complet. Nous observons maintenant que les RACM des acquéreurs sont en moyenne négatifs. Alors qu'ils étaient positifs de 1,65 % dans l'échantillon complet toutes cibles confondues, les RACM sont à présent négatifs de -0,97 % (résultat significatif au seuil de 1 %). Mais ils sont de +23,07 % pour les cibles (résultat significatif au seuil de 1 %), en ligne avec les études récentes dont Fuller *et al.* (2002), Moeller *et al.* (2004, 2005).

Les graphes 3.6 et 3.7 nous montrent en détail jour après jour l'évolution des RACM respectivement des acquéreurs et des cibles à l'intérieur de la fenêtre d'observation (-5 jours, +5 jours) autour de la date d'annonce.

**GRAPHE 3.6. RACM des acquéreurs dans la fenêtre d'événement**



**GRAPHE 3.7. RACM des cibles dans la fenêtre d'événement**



## 2) Description des variables

Nous venons de voir dans la section qui précède que nos variables dépendantes sont les rendements anormaux cumulés (RAC) observés sur la période de onze jours autour de la date d'annonce.

Pour ce qui concerne les variables indépendantes, c'est à la lumière de notre revue de la littérature que nous avons retenu les variables explicatives spécifiques à l'asymétrie d'information qui sont définies ci-après. Elles ont été extraites des bases de données *Thomson SDC* et *Compustat*.

- **Trois variables relatives à la difficulté d'évaluation due à la nature même des actifs de la cible** : comme Shen et Reuer (2005), Cain, Denis et Denis (2006), Officer *et al.* (2009), nous avons considéré que la nature des actifs de la cible exerce une influence sur le mode d'évaluation, notamment la part d'immobilisations incorporelles relative à l'actif total (variable identifiée par 'Actifs incorporels' dans les tableaux). Deux autres variables retenues avec Datar *et al.* (2001) sont, d'une part, l'intensité des dépenses de recherche et développement mesurée par rapport au chiffre d'affaires ('R&D') et, d'autre part, une estimation de l'importance du capital humain relativement à la valeur de l'entreprise (rémunérations et charges sociales/actif total) ('Capital humain').
- **Six variables relatives à la difficulté d'évaluer l'activité de la cible** : la difficulté d'évaluation peut provenir de l'activité de la cible et peut se

mesurer de diverses manières, notamment par l'écart-type des rendements journaliers de ses actions sur l'année qui précède l'opération (Cain *et al.*, 2006 ; Officer *et al.*, 2009 ; Moeller *et al.*, 2007). Nous avons calculé la variance des rendements anormaux de la cible sur les 235 jours avant la date d'annonce selon le modèle Beta-1 en soustrayant le rendement quotidien du S&P500 du rendement quotidien de la cible fourni par CRSP. Cette variable est identifiée dans les tableaux par 'Variance idiosyncratique' pour variance idiosyncratique de la cible. Selon les travaux en microstructure, elle mesure l'information privée. Une volatilité idiosyncratique élevée dénote une information privée importante, accompagnée d'une forte asymétrie d'information, et une synchronicité faible (French et Roll, 1986 ; Roll, 1988 ; Durnev, Morck, Yeung et Zarowin, 2003 ; Brockman et Yan, 2009). Notons que cette variable est utilisée par les auteurs tantôt comme révélatrice d'asymétrie d'information (Moeller *et al.*, 2007 ; Officer *et al.*, 2009), tantôt comme révélatrice de divergence d'opinion (Boehme, Danielsen et Sorescu, 2006 ; Chatterjee, John et Yan, 2009)<sup>94</sup>. L'activité de la cible peut aussi s'évaluer sur base des prévisions de bénéfices fournies par les analystes et sur leurs révisions le dernier mois de l'exercice fiscal précédant l'annonce ('Variation des prévisions') (Moeller *et al.*, 2007 ; Finnerty et Yan, 2009 ; Chemmanur, Paeglis et Simonyan, 2009). Etant donné le nombre important de données manquantes pour notre échantillon, nous avons préféré travailler

---

<sup>94</sup> La littérature scientifique distingue trois modèles spécifiques distincts à propos de l'asymétrie d'information, de la divergence d'opinion et de la résolution de l'incertitude. Voir à ce propos Moeller *et al.* (2007) qui mesurent l'impact à la fois de l'asymétrie d'information et de la divergence d'opinion relatives à l'acquéreur sur ses RAC. Ils retiennent la variance idiosyncratique de l'acquéreur comme indicatrice d'asymétrie d'information et la dispersion des prévisions des analystes concernant l'acquéreur comme révélatrice de divergence d'opinion. Par contre, Alexandridis, Antoniou et Zhoa (2008) les considèrent toutes deux comme indices de divergence d'opinion ; les prévisions des analystes, manquantes pour les sociétés moins importantes, réduisent la taille d'échantillon en privilégiant les entreprises d'une certaine dimension, d'où le recours à la variance idiosyncratique (Pastor et Veronesi, 2003 ; Boehme *et al.*, 2006). Chatterjee *et al.* (2009), qui analysent les primes payées aux cibles, adoptent la même position. D'une part, ils se fondent sur les travaux de Boehme *et al.* (2006) pour affirmer qu'une cible a une volatilité idiosyncratique d'autant plus grande que les avis à son propos divergent. D'autre part, ils observent que la prime payée augmente avec la dispersion des prévisions des analystes (ce qui est à l'opposé de notre hypothèse). Or, si cette dispersion était signe d'asymétrie d'information, ce que la majorité des études considèrent, elle devrait s'accompagner d'une prime plus faible en raison du risque de sélection adverse plus important ou du coût majeur nécessaire pour obtenir davantage d'information. Ils soutiennent donc que leurs résultats vont plus dans le sens que la dispersion des prévisions est révélatrice de divergence d'opinion plutôt que d'asymétrie d'information. Mais ils reconnaissent que la dispersion peut aussi être induite par l'asymétrie d'information. Nous considérons, quant à nous, la difficulté d'évaluation de la cible comme provenant de l'asymétrie d'information en retenant notamment pour cela aussi bien la variance idiosyncratique que la dispersion des prévisions. Cependant, nos résultats ne nous permettent pas de départager l'asymétrie d'information de la divergence d'opinion, et tel n'est d'ailleurs pas l'objet de notre étude.

en plus avec une variable muette : elle prend la valeur 1 si la cible est suivie par des analystes fournissant des prévisions de bénéfices reprises dans *Thomson Financial I/B/E/S* ou la valeur 0 dans le cas contraire ('Suivi des analystes'). Outre ces trois variables dont la dernière est davantage prospective quant à l'activité de la cible, nous avons également tenu compte de son activité telle qu'elle apparaît rétrospectivement selon ses données comptables disponibles pour les cinq dernières années avant l'annonce (ou minimum trois ans, en cas de lacunes). Nous avons travaillé avec l'écart-type des cash-flows et des chiffres d'affaires de la cible, pondérés par le total des actifs ('Variation des chiffres d'affaires', 'Variation des cash-flows'), ainsi que l'écart-type de la différence ('Variation par rapport aux CA médians') entre les chiffres d'affaires pondérés de la cible et les chiffres d'affaires médians pondérés par les actifs médians du secteur Fama-French (1997) de la cible pour atténuer l'effet sectoriel et mieux cerner la variation spécifique à l'activité de la cible.

- L'âge de la cible : le stade de développement de la cible et son taux de croissance peuvent rendre difficile son évaluation (Shen et Reuer, 2005 ; Officer *et al.*, 2009). Nous ne l'avons pas retenu comme tel dans la suite parce que la construction de l'échantillon s'est faite en délaissant les petites opérations et en conservant les opérations dépassant le million de dollars US. Mais il est évident que ce facteur est implicitement intégré dans les variables comptables précédentes relatives à l'activité de la cible sur la période de cinq ans avant l'annonce : il est de fait légitime de supposer qu'une jeune entreprise connaîtra un taux de croissance notable et donc un écart-type important de ses cash flows ou de ses chiffres d'affaires sur la période de cinq ans que nous avons retenue.
- **Une variable reflétant l'activité de F&A :** Song et Walkling (2008) considèrent l'activité dans le secteur de l'acquéreur parce qu'elle est occasion d'apprentissage et source d'information. Nous avons préféré tenir compte plutôt de l'activité de F&A dans le secteur de la cible qui est aussi source d'information et qui fournit un point de comparaison possible pour l'acquéreur (Datar *et al.*, 2001 ; Officer *et al.*, 2009). S'il y a eu au moins une annonce dans le secteur Fama-French (1997) de la cible dans les douze

mois qui précèdent, la variable muette ('Activité de F&A') prend la valeur 1, sinon 0.

- **Cinq variables traditionnelles de contrôle** extraites de *SDC* ont été utilisées pour chacune des régressions : le nombre d'acquéreurs potentiels ayant officiellement fait offre selon *SDC* ('Nombre d'offres'), une variable muette prenant la valeur 1 lorsque l'attitude est considérée comme hostile par *SDC* ('Attitude'), une variable muette prenant la valeur 1 lorsque le paiement offert se compose de 100 % d'actions ('Mode de paiement'), le degré de proximité sectorielle ('Proximité sectorielle') et la taille relative de l'opération ('Taille relative'). La proximité sectorielle est un facteur qui influence également l'asymétrie d'information : la cible étrangère au métier de l'acquéreur peut se révéler pour lui plus difficile à évaluer qu'une cible du même secteur ou en amont ou en aval de sa propre activité (Cain *et al.*, 2006 ; Shen et Reuer, 2005 ; Datar *et al.*, 2001 ; Chemmanur *et al.*, 2009). Pour en rendre compte, nous avons une variable muette ('Proximité sectorielle') qui prend la valeur 1 si l'acquéreur et la cible sont classés par *SDC* dans le même secteur d'activité Fama-French (1997). Enfin, la taille relative de l'opération ('Taille relative') est mesurée par le rapport entre la valeur de l'opération et la taille de l'acquéreur estimée à la valeur de marché de ses actions à la fin de la période d'estimation (Martin, 1996 ; Datar *et al.*, 2001 ; Cain *et al.*, 2006).

Un tableau récapitulatif relevant la définition complète de ces variables et leur source figure en annexe 1.

### **3) Description de l'échantillon**

Eu égard aux données manquantes relativement à ces variables (à l'exception des révisions de prévisions des analystes qui sont encore plus rares et qui diminuent davantage la taille de l'échantillon), notre échantillon se réduit à 1189 opérations avec un RACM pour les acquéreurs de l'ordre de -1,04 %, en ligne avec Moeller *et al.* (2004) qui observent un RACM des acquéreurs de cibles cotées de -1,02 % sur trois jours (-1, +1) avec un échantillon allant de 1980 à 2001 et avec Fuller *et al.* (2002) dont l'échantillon va de 1990 à 2000 avec un RACM de -1 % sur cinq jours (-2, +2).

Si nous classons les opérations selon leur importance par ordre croissant et que nous les groupons en quartiles, nous observons un effet de taille qui explique aussi le changement de signe du RACM des opérations entre cibles cotées de l'échantillon complet (0,45 %) par rapport au RACM de notre échantillon réduit (-1,04 %) qui est en ligne avec les autres études récentes déjà citées.

**TABLEAU 3.8. RACM des acquéreurs selon la taille des opérations groupées par quartiles**

	Quartile 1	Quartile 2	Quartile 3	Quartile 4
Taille moyenne (médiane) des F&A (en M° USD)	36,29 (35,30)	150,36 (144,08)	484,99 (450,39)	6913,75 (2471,41)
RACM	2,214 %	-1,316 %	-1,917 %	-3,142 %

A la lecture du tableau 3.8, nous constatons que seul le premier quartile, celui des opérations de moindre taille, présente un RACM positif, tous les autres sont négatifs, ce qui nous donne un RACM total négatif de -1,04 %. Le tableau 3.9 rapporte les résultats significatifs du test-t de la différence de moyennes des RACM des quartiles extrêmes.

**TABLEAU 3.9. Différence de moyennes des RACM des acquéreurs pour les opérations des quartiles extrêmes**

	Quartile 1	Quartile 4	Différence de Moyennes
RACM	2,214 %	-3,142 %	5,355 %
Stat-t	1,995	-5,552	4,299
P-Valeur	0,047	0,000	0,000

Si nous examinons la répartition des opérations de l'échantillon dans le temps, le tableau suivant révèle une concentration des opérations sur la seconde moitié de la période examinée (1997-2001) avec des RACM négatifs ou proches de 0. Cette distribution reflète l'observation faite au cours du premier chapitre, qui indiquait les années 1997-2001 comme période d'intense activité dans le domaine des F&A.

**TABLEAU 3.10. Répartition annuelle des opérations et évolution des RACM des acquéreurs**

Années	RACM	# opérations
1990	-3,08 %	29
1991	-1,10 %	35
1992	-2,65 %	23
1993	1,33 %	33
1994	0,46 %	58
1995	-2,12 %	90
1996	-1,46 %	79
1997	-0,60 %	164
1998	-2,80 %	197
1999	-1,82 %	162
2000	-1,84 %	131
2001	0,14 %	121
2002	0,20 %	67
Total	-1,04 %	1189

Outre la répartition dans le temps, il est intéressant de décrire aussi la distribution des opérations de manière sectorielle afin d'identifier les secteurs les plus actifs et d'y déceler également les secteurs de croissance.

Pour ce qui concerne les secteurs d'activité économique classifiés selon la typologie de Fama-French (1997), nous constatons qu'ils sont tous représentés au moins par une opération dans notre échantillon, à l'exception seulement de trois secteurs: celui des boissons alcoolisées (Code 4), du tabac (Code 5) et du charbon (Code 29).

La majorité des F&A de notre échantillon est constituée d'opérations intra-sectorielles : nous relevons seulement 367 F&A entre sociétés de secteurs différents, soit 30,87 % des 1189 opérations.

Dans le tableau 3.11, nous détaillons la composition de notre échantillon par secteur d'activité des cibles, en indiquant le nombre d'opérations de F&A et leur proportion sur

**TABLEAU 3.11. Répartition sectorielle des opérations  
selon l'activité des cibles et intensité de R&D**

Codes sectoriels Fama-French	Nombres d'opérations	% / Total	Moyennes R&D	Médianes R&D
1	1	0,08%	0,00 %	0,00 %
2	17	1,43%	0,24 %	0,00 %
3	3	0,25%	1,70 %	0,00 %
6	5	0,42%	2,96 %	3,46 %
7	11	0,93%	0,29 %	0,00 %
8	6	0,50%	0,00 %	0,00 %
9	12	1,01%	0,76 %	0,52 %
10	6	0,50%	0,08 %	0,00 %
11	37	3,11%	6,65 %	0,00 %
12	37	3,11%	19,31 %	6,22 %
13	30	2,52%	627,92 %	34,78 %
14	15	1,26%	18,75 %	2,72 %
15	4	0,34%	1,81 %	1,48 %
16	2	0,17%	0,25 %	0,25 %
17	14	1,18%	0,35 %	0,00 %
18	11	0,93%	0,09 %	0,00 %
19	14	1,18%	0,35 %	0,18 %
20	5	0,42%	0,67 %	0,36 %
21	29	2,44%	8,21 %	3,21 %
22	7	0,59%	7,65 %	3,69 %
23	8	0,67%	1,30 %	0,57 %
24	5	0,42%	1,52 %	0,00 %
25	5	0,42%	0,61 %	0,00 %
26	2	0,17%	1,53 %	1,53 %
27	3	0,25%	0,00 %	0,00 %
28	3	0,25%	0,00 %	0,00 %
30	62	5,21%	0,07 %	0,00 %
31	54	4,54%	0,00 %	0,00 %
32	38	3,20%	0,19 %	0,00 %
33	10	0,84%	0,86 %	0,00 %
34	129	10,85%	23,36 %	5,40 %
35	50	4,21%	11,99 %	9,01 %
36	68	5,72%	11,03 %	7,89 %
37	18	1,51%	9,39 %	9,01 %
38	14	1,18%	0,38 %	0,00 %
39	3	0,25%	0,65 %	0,00 %
40	16	1,35%	0,05 %	0,00 %
41	28	2,35%	0,33 %	0,00 %
42	42	3,53%	0,07 %	0,00 %
43	18	1,51%	0,00 %	0,00 %
44	239	20,10%	0,00 %	0,00 %
45	36	3,03%	0,00 %	0,00 %
46	1	0,08%	0,00 %	0,00 %
47	61	5,13%	0,65 %	0,00 %
48	10	0,84%	0,43 %	0,00 %
<b>Total</b>	<b>1189</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,09 %</b>	<b>0,00 %</b>

l'ensemble de l'échantillon, ainsi que la moyenne et la médiane des dépenses en R&D pondérées par le chiffre d'affaires.

Six secteurs se distinguent par leur intensité d'investissements en R&D qui dépasse les 10 % du chiffre d'affaires de l'exercice social précédant la F&A : il s'agit des secteurs de l'équipement médical (Code 12 : 19,31 %), de la pharmacie (Code 13 : 627,92 %) qui est le plus intensif dans notre échantillon, de la chimie (Code 14 : 18,75 %), des services aux entreprises (Code 34 : 23,36 %), secteur d'activité très vaste puisqu'il s'étend du nettoyage et de l'entretien de bureaux à la programmation et au traitement de données et qui est donc aussi le deuxième secteur le mieux représenté dans l'échantillon (129 opérations, soit 10,85 % de la population), du matériel informatique (Code 35 : 11,99 %) et de l'équipement électronique (Code 36 : 11,03 %).

Le secteur le plus représenté ne rapporte pas de dépenses d'investissement en R&D : il s'agit du secteur bancaire (Code 44) avec 20,10 % du total des opérations que compte notre échantillon.

Sur l'ensemble de l'échantillon tous secteurs confondus, 803 opérations concernent des cibles sans investissements en R&D.

En ce qui concerne le caractère amical ou hostile des opérations, l'échantillon ne présente qu'un faible pourcentage d'opérations hostiles : 13 seulement sont ainsi qualifiées, mais nous savons la complexité d'une telle classification à la lecture de Schwert (2000) et de notre deuxième chapitre ; et il en est de même des opérations mettant en présence plusieurs acquéreurs potentiels selon les critères classiques et sans tenir compte de la remise en cause importante de Boone *et al.* (2008) citée aussi dans notre deuxième chapitre : seulement 51 opérations sont classées comme ayant été réalisées dans le cadre d'une concurrence entre plusieurs acquéreurs potentiels, soit 4,29 % de l'ensemble.

Pour ce qui est du mode de paiement, la composition de l'échantillon est plus équilibrée que pour les caractéristiques précédentes. Le paiement entièrement en actions est le mode de règlement retenu dans 576 opérations, soit une proportion de 48,44 % sur l'ensemble de l'échantillon.

Nous savons par les études de Hansen (1987) et Officer *et al.* (2009) que le paiement en actions semble être le mode optimal pour partager les risques de mauvaise évaluation de la cible, notamment quand elle n'est pas cotée. Est-ce à dire que ce mode

de paiement sera préféré dans ces conditions ? Il est intéressant de vérifier ce qui se passe lorsque nous scindons par exemple l'échantillon entre opérations concernant des cibles suivies ou non par les analystes ou des cibles présentant ou non des dépenses de R&D, ou encore selon la taille des opérations.

Le tableau suivant détaille la répartition selon ces trois critères. Il reflète un choix très équilibré du mode de paiement qui avoisine les 50 % dans tous les cas, à l'exception de deux cas de figures : pour les cibles sans dépenses en R&D, le paiement entièrement en actions est moins fréquent (47,82 %) ; de même, pour les opérations de moindre taille, ce mode de paiement ne représente que 47,47 %.

**TABLEAU 3.12. Répartition du mode de paiement selon le suivi des cibles par les analystes, les investissements en R&D des cibles et la taille des opérations**

*Ce tableau rapporte le nombre d'opérations de F&A (entre parenthèses, la proportion en pourcentage) par mode de paiement ; dans la dernière colonne, le nombre d'opérations de F&A (entre parenthèses, la proportion en pourcentage) par type de cibles ou taille des opérations.*

	Paiement 100% en actions	Autre mode de paiement	Total
Cibles suivies par analystes	266 (50,57 %)	260 (49,43 %)	526 (47,91 %)
Cibles non suivies	281 (49,13 %)	291 (50,87 %)	572 (52,09 %)
Total	547 (49,82 %)	551 (50,18 %)	1098 (100 %)
Cibles sans R&D	384 (47,82 %)	419 (52,18 %)	803 (67,54 %)
Cibles avec R&D	192 (49,74 %)	194 (50,26 %)	386 (32,46 %)
Total	576 (48,44 %)	613 (51,56 %)	1189 (100 %)
Taille inférieure à la médiane	282 (47,47 %)	312 (52,53 %)	594 (50 %)
Taille supérieure à la médiane	294 (49,41 %)	301 (50,59 %)	595 (50 %)
Total	576 (48,44 %)	613 (51,56 %)	1189 (100 %)

A la différence du tableau précédent, la distribution annuelle des opérations présentée ci-après avec la répartition du mode de paiement révèle des différences d'une année à l'autre, mais le nombre annuel d'observations est évidemment beaucoup plus

réduit et ne permet pas de tirer de conclusions, même si nous savons à la lecture du premier chapitre que la situation macroéconomique conditionne les décisions de F&A et leur mode de financement.

**TABLEAU 3.13. Répartition annuelle du mode de paiement**

*Ce tableau rapporte le nombre d'opérations de F&A (entre parenthèses, la proportion en pourcentage) par mode de paiement ; dans la dernière colonne, le nombre d'opérations de F&A (entre parenthèses, la proportion en pourcentage) par année.*

Années	Païement 100% en actions	Autre mode de paiement	Total
1990	11 (37,93 %)	18 (62,07 %)	29 (2,44 %)
1991	11 (31,43 %)	24 (68,57 %)	35 (2,94 %)
1992	16 (69,57 %)	7 (30,43 %)	23 (1,93 %)
1993	16 (48,48 %)	17 (51,52 %)	33 (2,78 %)
1994	30 (51,72 %)	28 (48,28 %)	58 (4,88 %)
1995	55 (61,11 %)	35 (38,89 %)	90 (7,57 %)
1996	38 (48,10 %)	41 (51,90 %)	79 (6,64 %)
1997	87 (53,05 %)	77 (46,95 %)	164 (13,79 %)
1998	111 (56,35 %)	86 (43,65 %)	197 (16,57 %)
1999	76 (46,91 %)	86 (53,09 %)	162 (13,62 %)
2000	58 (44,27 %)	73 (55,73 %)	131 (11,02 %)
2001	50 (41,32 %)	71 (58,68 %)	121 (10,18 %)
2002	17 (25,37 %)	50 (74,63 %)	67 (5,63 %)
Total	576 (48,44 %)	613 (51,56 %)	1189 (100 %)

Après avoir expliqué la composition de l'échantillon et l'avoir décrit, ainsi que nos variables, nous abordons les résultats de l'analyse de régression que nous avons effectuée sur cette base.

### **3.2.4. Présentation des résultats**

Nous présentons ici les résultats des régressions des moindres carrés ordinaires en trois parties : la première consacrée à l'apport des variables de composition des actifs, la deuxième relative aux variables qui concernent l'activité des cibles et la troisième à propos des variables de suivi des analystes.

#### ***3.2.4.1. La composition des actifs***

Les variables qui concernent la composition des actifs de la cible et qui rendent plus difficile son évaluation par l'acquéreur potentiel sont la part d'actifs incorporels, la part de capital humain et la part des investissements en R&D. Des trois, seule la dernière a un pouvoir explicatif (significatif au seuil de 1%) sur les RAC des acquéreurs avec une incidence positive sur ceux-ci : plus la part des investissements en R&D dans les actifs de la cible est importante, plus les RAC des acquéreurs ont tendance à croître. Par contre, l'incidence des actifs incorporels n'est pas vérifiée dans notre échantillon, ni celle du capital humain. Dans les deux cas, l'accès à la composition de ces actifs serait nécessaire pour affiner l'analyse. Officer *et al.* (2009) reconnaissent que la notion d'actifs incorporels recouvre une catégorie comptable très vaste d'actifs qu'ils détaillent dans une annexe à leur étude. Ne disposant pas des informations requises pour évaluer la composition des actifs incorporels, nous ne sommes pas en mesure de tirer un enseignement pertinent de l'analyse. Pour ce qui est du capital humain, le résultat est également incomplet dans la mesure où nous nous basons uniquement sur la proportion de la masse salariale dans le total des actifs. Cette donnée n'est pas en elle-même suffisante pour évaluer raisonnablement la qualité du capital humain. Nous devrions pour cela entrer plus avant dans le détail de sa composition : par exemple, Coff (1999) exploite des données relatives à des recensements quant au degré d'enseignement du personnel et à la formation suivie ou dispensée dans l'entreprise.

Le tableau 3.14 rapporte les résultats des régressions des RAC des acquéreurs avec les variables indépendantes relatives à la composition des actifs.

**TABLEAU 3.14. Analyse multivariée des RAC des acquéreurs selon la composition des actifs des cibles**

Ce tableau présente les résultats des régressions des moindres carrés ordinaires des RAC des acquéreurs en variable dépendante. Pour chacune des régressions, en regard des variables indépendantes sont reportés le coefficient et l'écart-type de White (entre crochets). Le coefficient est marqué de \*\*\*, \*\*, \* selon qu'il est statistiquement et significativement différent de 0 au seuil de respectivement 1%, 5%, 10%. Nombre d'offres = Nombre d'acquéreurs potentiels ayant officiellement présenté une offre. Attitude = Variable muette prenant la valeur 1 si l'offre est qualifiée d'hostile par SDC ; sinon, 0. Mode de paiement = Variable muette prenant la valeur 1 si le paiement est effectué 100% en actions; sinon, 0. Proximité sectorielle = Variable muette prenant la valeur 1 si l'acquéreur et la cible sont dans le même secteur d'activité Fama-French (1997) ; sinon, 0. Taille relative = Taille relative de l'opération définie comme le montant de l'opération (en M° US\$) pondéré par la taille de l'acquéreur (prix du titre multiplié par le nombre de titres émis). Actifs incorporels = Montant des actifs incorporels de la cible en millions, pondéré par l'actif total, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce : item 33 / item 6. Capital humain = Montant des rémunérations et charges sociales de la cible, pondéré par l'actif total, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce : item 42 / item 6. R&D = Montant des investissements en Recherche & Développement de la cible, pondéré par le chiffre d'affaires, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce : item 46 / item 12. La mention 'item' correspond à une variable extraite de Compustat avec définition correspondante selon le numéro (voir annexe 1).

Variables	(1)	(2)	(3)
Nombre d'offres	-0,027 *** [0,010]	-0,027 *** [0,010]	-0,026 *** [0,010]
Attitude	-0,002 [0,018]	-0,001 [0,019]	0,000 [0,018]
Mode de paiement	-0,020 ** [0,008]	-0,019 ** [0,008]	-0,021 *** [0,007]
Proximité sectorielle	-0,013 [0,009]	-0,012 [0,009]	-0,008 [0,009]
Taille relative	-0,015 [0,009]	-0,015 [0,010]	-0,015 [0,010]
Actifs incorporels	-0,026 [0,029]		
Capital humain		0,003 [0,042]	
R&D			0,007 *** [0,000]
Constante	0,044 *** [0,014]	0,041 *** [0,014]	0,038 *** [0,013]
R <sup>2</sup> ajusté	2,1%	2,0%	9,9%
Statistique F	5,225 ***	5,087 ***	22,852 ***
Nombre d'observations	1189	1189	1189

Parmi les variables de contrôle, nous vérifions au seuil de 1 % que la concurrence des offres entraîne des RAC décroissants pour les acquéreurs (coefficient de -0,03), ce qui est conforme aux analyses traditionnelles (Schwert, 1996), avant la remise en cause par Boone et Mulherin (2008) de la classification faite par les bases de données. Le paiement à 100 % en actions a également pour effet de diminuer les RAC des acquéreurs (coefficient de -0,02 au seuil de 1 % pour la régression 3 ou de 5 % pour les deux premières régressions), en ligne avec la littérature classique depuis Travlos (1987). Par contre, l'importance de la taille de l'opération par rapport à celle de l'acquéreur n'est pas une variable significative au seuil de 10 %. Le fait que la cible et l'acquéreur se situent dans le même secteur d'activité Fama-French (1997) n'est pas non plus significatif, ni le caractère amical ou hostile de la transaction, le nombre d'opérations qualifiées d'hostiles (13) étant lui-même négligeable.

Ces résultats sont robustes à l'hétéroscédasticité, après ajustement des écarts-types (qui figurent entre crochets) selon la méthode de correction de White (1980) pour l'hétéroscédasticité<sup>95</sup>.

#### ***3.2.4.2. L'activité des cibles et des F&A dans leur secteur***

L'activité des cibles et des F&A dans leur secteur est cernée par cinq variables indépendantes.

Nous constatons que la variance idiosyncratique des cibles contribue à expliquer les RAC des acquéreurs de manière significative, tandis que les quatre autres variables ne sont pas significatives : le coefficient de la variance idiosyncratique est significativement positif, ce qui correspond bien à notre hypothèse. Une forte variance idiosyncratique ne facilite guère l'évaluation de la cible. Les coefficients de la variation des cash flows et des chiffres d'affaires ne corroborent pas notre hypothèse : même s'ils sont positifs, ils ne sont pas pour autant significatifs au seuil de 10 %.

---

<sup>95</sup> Greene (2005).

**TABLEAU 3.15. Analyse multivariée des RAC des acquéreurs selon l'activité des cibles et des F&A dans leur secteur**

Ce tableau présente les résultats des régressions des moindres carrés ordinaires des RAC des acquéreurs en variable dépendante. Pour chacune des régressions, en regard des variables indépendantes sont reportés le coefficient et l'écart-type de White (entre crochets). Le coefficient est marqué de \*\*\*, \*\*, \* selon qu'il est statistiquement et significativement différent de 0 au seuil de respectivement 1%, 5%, 10%. Nombre d'offres = Nombre d'acquéreurs potentiels ayant officiellement présenté une offre. Attitude = Variable muette prenant la valeur 1 si l'offre est qualifiée d'hostile par SDC ; sinon, 0. Mode de paiement = Variable muette prenant la valeur 1 si le paiement est effectué 100% en actions; sinon, 0. Proximité sectorielle = Variable muette prenant la valeur 1 si l'acquéreur et la cible sont dans le même secteur d'activité Fama-French (1997) ; sinon, 0. Taille relative = Taille relative de l'opération définie comme le montant de l'opération (en M° US\$) pondéré par la taille de l'acquéreur (prix du titre multiplié par le nombre de titres émis). Variation des cash-flows = Ecart-type des cash-flows de la cible (tCF) sur les cinq dernières années avant la date d'annonce, pondérés par l'actif total. Variation des chiffres d'affaires = Ecart-type des chiffres d'affaires de la cible sur les cinq dernières années avant la date d'annonce, pondérés par l'actif total. Variation par rapport aux CA médians = Ecart-type de la différence entre les chiffres d'affaires de la cible pondérés par ses actifs et les chiffres d'affaires médians pondérés par les actifs médians du secteur Fama-French (1997) de la cible sur les cinq dernières années avant la date d'annonce. Activité de F&A = Variable muette prenant la valeur 1 s'il y a au moins une opération de F&A annoncée dans le secteur Fama-French (1997) de la cible dans l'année avant la date d'annonce ; sinon, 0. Variance idiosyncratique = Variance des rendements anormaux de la cible calculée sur les 235 jours avant la date d'annonce. Ces rendements sont calculés selon le modèle Beta-1 en soustrayant le rendement quotidien du S&P500 du rendement quotidien de la cible fourni par CRSP (Voir annexe 1).

Variables	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Nombre d'offres	-0,025 *** [0,010]	-0,026 *** [0,010]	-0,027 *** [0,010]	-0,027 *** [0,010]	-0,027 *** [0,009]
Attitude	-0,002 [0,018]	-0,001 [0,018]	-0,002 [0,018]	-0,001 [0,019]	0,003 [0,018]
Mode de paiement	-0,019 ** [0,008]	-0,018 ** [0,008]	-0,018 ** [0,008]	-0,019 ** [0,008]	-0,017 ** [0,008]
Proximité sectorielle	-0,009 [0,009]	-0,012 [0,009]	-0,011 [0,010]	-0,012 [0,010]	-0,01 [0,009]
Taille relative	-0,015 [0,010]	-0,015 [0,010]	-0,015 [0,010]	-0,015 [0,010]	-0,014 [0,009]
Variation des cash-flows	0,124 [0,100]				
Variation des chiffres d'affaires		0,015 [0,022]			
Variation par rapport aux CA médians			0,018 [0,021]		
Activité de F&A				0,001 [0,010]	
Variance idiosyncratique					4,291 * [2,583]
Constante	0,030 ** [0,015]	0,038 *** [0,015]	0,038 *** [0,015]	0,041 *** [0,015]	0,031 ** [0,014]
R <sup>2</sup> ajusté	3,5%	2,1%	2,1%	2,0%	3,4%
Statistique F	8,155 ***	5,171 ***	5,220 ***	5,086 ***	7,996 ***
Nombre d'observations	1189	1189	1189	1189	1189

L'activité des F&A dans le secteur des cibles sur 12 mois avant la date d'annonce a été testée sans succès (comme d'ailleurs Officer *et al.*, 2009); nous avons essayé sur une période de 6 à 36 mois, également en vain. Il apparaît donc bien que des F&A impliquant des cibles du même secteur ne servent pas, d'après la réaction du marché, de points de comparaison potentiels aux acquéreurs pour réduire le risque d'évaluation, contrairement à notre hypothèse.

La correction des écarts-types selon White (1980) reportés entre crochets dans le tableau 3.15 révèle la robustesse à l'hétéroscédasticité des résultats de la régression pour les cinq variables relatives à l'activité des cibles et des F&A dans leur secteur.

### **3.2.4.3. Le suivi des analystes financiers**

Pour rappel, les révisions des prévisions à long terme des BPA des cibles étant peu nombreuses pour notre échantillon, nous avons travaillé en outre avec une variable muette ('Suivi des analystes'). Celle-ci prend la valeur 1 si la cible est suivie par les analystes financiers : la cible non suivie par les analystes devrait être considérée comme plus difficilement évaluable par l'acquéreur et, par conséquent, induire des RAC plus importants.

Le tableau suivant nous donne les résultats des deux dernières régressions qui concernent le suivi des analystes et leurs révisions des prévisions faites. Il indique effectivement un coefficient négatif pour la variable muette 'Suivi des analystes' qui confirme ainsi notre hypothèse de manière statistiquement significative à moins de 1 %. Nous nous rappellerons que Officer *et al.* (2009) délaissent le suivi par *IBES* comme indicateur d'opacité parce qu'il ne révèle aucune relation concluante pour leur échantillon. L'étude de notre échantillon nous permet cependant d'affirmer la pertinence de cette variable. Et ce résultat est également robuste à l'hétéroscédasticité après correction des écarts-types selon White (1980).

Il n'en est pas de même pour la variable 'Variation des prévisions'. Nous attendions qu'un écart-type plus grand dans les révisions de BPA prévus pour les cibles entraîne un accroissement des RAC des acquéreurs ; mais après vérification, il s'avère que le

coefficient obtenu de la régression n'est pas significatif. Il est vrai que cette dernière variable est manquante pour la majeure partie de notre échantillon. Mais cette variable pourrait être affinée au fur et à mesure du développement du marché des analyses financières et par une prise en compte des cotations sur plusieurs marchés locaux, comme c'est souvent le cas aux Etats-Unis.

**TABLEAU 3.16. Analyse multivariée des CAR des acquéreurs selon le suivi des analystes financiers**

Ce tableau présente les résultats des régressions des moindres carrés ordinaires des RAC des acquéreurs en variable dépendante. Pour chacune des régressions, en regard des variables indépendantes sont reportés le coefficient et l'écart-type de White (entre crochets). Le coefficient est marqué de \*\*\*, \*\*, \* selon qu'il est statistiquement et significativement différent de 0 au seuil de respectivement 1%, 5%, 10%. Nombre d'offres = Nombre d'acquéreurs potentiels ayant officiellement présenté une offre. Attitude = Variable muette prenant la valeur 1 si l'offre est qualifiée d'hostile par SDC ; sinon, 0. Mode de paiement = Variable muette prenant la valeur 1 si le paiement est effectué 100% en actions; sinon, 0. Proximité sectorielle = Variable muette prenant la valeur 1 si l'acquéreur et la cible sont dans le même secteur d'activité Fama-French (1997) ; sinon, 0. Taille relative = Taille relative de l'opération définie comme le montant de l'opération (en M° US\$) pondéré par la taille de l'acquéreur (prix du titre multiplié par le nombre de titres émis). Suivi des analystes = Variable muette prenant la valeur 1 si la cible est suivie par des analystes fournissant des prévisions de bénéfices reprises dans Thomson Financial I/B/E/S ; sinon, 0. Variation des prévisions = Ecart-type des prévisions à long terme des bénéfices par action de la cible. Prévisions effectuées par les analystes et fournies par Thomson Financial I/B/E/S sur le mois précédant le mois de l'annonce, ou mois-2 ou mois-3, si manquantes (voir annexe 1).

Variables	(9)	(10)
Nombre d'offres	-0,033 *** [0,009]	-0,028 ** [0,013]
Attitude	0,014 [0,017]	0,020 [0,022]
Mode de paiement	-0,023 *** [0,007]	-0,024 *** [0,009]
Proximité sectorielle	-0,010 [0,008]	-0,004 [0,010]
Taille relative	-0,008 [0,005]	-0,015 * [0,008]
Suivi des analystes	-0,021 *** [0,007]	
Variation des prévisions		0,001 [0,002]
Constante	0,054 *** [0,013]	0,024 [0,018]
R <sup>2</sup> ajusté	2,6%	1,7%
Statistique F	5,904 ***	2,526 **
Nombre d'observations	1098	526

### 3.3. Conclusion

A travers cette étude empirique, nous avons voulu montrer qu'à l'annonce d'opérations de F&A, les RAC des acquéreurs sont influencés par certaines caractéristiques des cibles qui les rendent plus opaques, plus risquées, plus difficilement évaluables. Devant de telles cibles, les acquéreurs, si nous considérons qu'ils sont averses au risque, adopteront un profil d'offre plus prudent et moins agressif.

Des résultats que nous venons de commenter, il résulte qu'un impact positif significatif sur les RAC des acquéreurs est observé dans trois situations particulières des cibles qui sont conformes à notre hypothèse de départ : l'attitude de prudence induite par l'importance des investissements en R&D (coefficient de +0,01), de la variance idiosyncratique (coefficient de +4,29) et le fait pour des cibles cotées de ne pas être suivies par des analystes financiers (coefficient de -0,02) se traduit par des RAC accrus en faveur des acquéreurs. C'est ce que nous avons pu établir à partir d'un échantillon d'entreprises cotées entre 1990 et 2002 à travers les régressions 3, 8 et 9 dont les résultats ont été commentés et la robustesse vérifiée.

Quant aux autres variables retenues, même si la plupart d'entre elles se comportent également selon nos prévisions, elles ne réussissent pas le test de significativité statistique robuste à l'hétéroscédasticité au seuil de 10 %. Nous avons expliqué que les variables relatives aux actifs incorporels et au capital humain ne sont pas suffisamment affinées pour espérer un résultat fiable en l'état. Quant aux révisions de prévisions des analystes, ces données semblent exploitables, à condition d'être affinées ou complétées. Elles laissent donc la porte ouverte à de futurs développements que nous appelons dans la conclusion générale qui suit.



## Conclusion générale

En guise de conclusion générale, nous aimerions rappeler la modestie qui caractérise toute recherche essentiellement pour deux raisons : la première relative à son objet, la seconde relative aux perspectives ouvertes.

À travers cette étude, nous venons de souligner d'abord l'importance du phénomène des F&A en le situant dans son contexte tant microéconomique que macroéconomique.

L'ampleur et les enjeux des F&A justifient par conséquent l'impressionnante littérature scientifique qui traite du sujet et à laquelle nous avons voulu apporter notre modeste contribution.

À plusieurs reprises, dès l'introduction et dans le deuxième chapitre, nous avons affirmé que notre perspective se focalisait sur les déterminants économiques des RAC des acquéreurs à l'annonce.

Notre objectif était ainsi circonscrit avec précision : il s'agissait de vérifier si la difficulté d'évaluer la cible ne constitue pas en soi un déterminant des RAC de l'acquéreur au moment où l'opération est annoncée publiquement au marché. Ce faisant, nous avons donc délaissé aussi bien les RAC des cibles que la perspective à long terme. Nous n'avons pas cherché à vérifier la création de richesse au niveau de l'ensemble de l'opération, ni à évaluer les conséquences de la décision à plus long terme. C'est la raison qui justifie le choix de la méthode de calcul de la variable dépendante, les RAC

des acquéreurs, sur une fenêtre réduite de 11 jours autour de l'annonce. La méthode des études d'événements à fenêtre réduite suppose que la réaction initiale du marché reflète l'impact économique de l'événement de manière non biaisée. Cette supposition se fonde sur l'hypothèse d'efficacité du marché, qui veut que les investisseurs ajustent rapidement leur appréciation d'un actif dès qu'une information pertinente devient publique. Il est clair que dans la problématique qui est la nôtre, la difficulté d'évaluer la cible, ou lorsque l'événement est neuf ou complexe, le marché ne sait pas tout de suite et que son évaluation du moment ne préjuge pas une fois pour toutes du futur. Son évaluation repose sur son expérience et les informations à sa disposition à un moment donné. D'autres méthodes complètent la panoplie d'instruments pour mesurer la rentabilité des opérations de F&A: analyses comptables des bilans avant et après décision de F&A, enquêtes menées auprès des dirigeants, études 'cliniques' approfondies de cas spécifiques ou exemplatifs, comme l'indique Bruner (2004). Mais cette méthode est celle qui s'est imposée scientifiquement en raison de la validité de ses fondements et de la commodité de sa mise en œuvre<sup>96</sup>. Il reste que l'essentiel est de garder à l'esprit ce que nous mesurons.

Nous percevons donc mieux la juste portée des résultats que nous avons dégagés et leurs limites. Ils disent tout simplement et sans plus comment, à un moment déterminé, en l'occurrence sur une période de 11 jours autour de l'annonce, le marché juge la décision de F&A dans les termes et selon les conditions dont il a eu connaissance. Nous avons observé qu'à l'annonce de F&A, les RAC de l'acquéreur sont positivement influencés par l'importance des investissements en R&D de la cible, par l'ampleur de sa variance idiosyncratique et par le fait qu'elle n'est pas suivie par des analystes financiers. A l'exception de la part des actifs incorporels et de l'activité des F&A dans le secteur de la cible, est également positive, sans toutefois être significative dans ce contexte, l'influence des autres variables retenues : la fluctuation des cash flows de la cible, la variation de ses chiffres d'affaires et sa variation propre comparée à la médiane du secteur, l'importance de son capital humain et les écarts de révision des prévisions de la part des analystes financiers quant à ses bénéfices par action. Ces observations ne signifient aucunement que l'estimation du marché est correcte et sans biais (par rapport

---

<sup>96</sup> MacKinlay (1997), Binder (1998), Kothari *et al.* (2007) ; dans son chapitre 3 consacré à la mesure de la rentabilité des F&A, Bruner (2004) résume parfaitement le bien-fondé de la méthode et de son succès en citant littéralement Caves (1989, p. 151) : *'This technique was a genuine innovation – theoretically well grounded, cheap to execute and able to evade the problem of holding constant other factors that plague ex post studies of mergers' effects. A better product, available at a lower price, naturally swept the intellectual marketplace*.

à quoi ?), ni définitive et sans révision possible. Elles disent seulement la manière dont le marché forme son opinion à l'égard des F&A à ce moment précis sur base des informations dont il dispose, elles suggèrent au temps de l'annonce l'existence de conditionnements liés aux variables que nous avons décrites. Nous ne prétendons pas attribuer à ces résultats une quelconque portée qu'ils ne pourraient avoir quant aux retombées positives ou négatives futures des opérations, tant pour les acquéreurs et pour les cibles que pour l'économie dans son ensemble. Ce qui confirme le caractère limité de l'objet de notre recherche, à l'instar de toute recherche scientifique.

De plus, à côté de cet aspect limité de l'objet, et aussi précisément parce que cet objet est limité, nous découvrons combien le champ d'investigation reste vaste.

En effet, cette étude appelle à être poursuivie dans la mesure où la voie ouverte offre encore énormément de possibilités à explorer. D'autres variables plus fines seraient à adjoindre au nombre des données utilisées ici et dont certaines sont insuffisantes. A l'avenir, il semble intéressant d'affiner la recherche par une vérification plus pointue des ressources à disposition au fur et à mesure de l'évolution des bases de données elles-mêmes et des études en la matière.

Les approches critiques que nous avons citées au chapitre deuxième de Schwert (2000) à propos de l'hostilité ou encore de Boone et Mulherin (2008) à propos de la concurrence des offres montrent, si besoin est, la nécessité d'affiner les ressources employées. Il nous faut reconnaître que la réalité analysée est le plus souvent d'une grande complexité et qu'elle se laisse difficilement enfermer dans les canevas forcément limités offerts par les bases de données. Ceci entraîne par conséquent un risque dont il importe d'être conscient : risque de simplification ou de réduction de faits et de réalités économiques excessivement complexes, comme le sont les F&A. Il est évident que, dans le cadre de notre recherche, nous avons utilisé de manière classique les ressources indirectes accessibles que sont les bases de données. Nous n'avons pas eu la possibilité d'avoir accès directement aux sources premières, ce qui constituerait un travail de titan ; mais c'est pourtant ce que Schwert (2000) et Boone *et al.* (2008) ont eu le mérite d'entreprendre chacun dans le domaine restreint qui était le sien.

De plus, au-delà de l'utilisation de variables plus fines, le nombre limité des variables auxquelles nous avons eu recours devrait conduire à une extension du champ de vérification de l'hypothèse aux cibles non cotées, aux entreprises autres qu'américaines, aux opérations transfrontalières et à l'application des principes de

bonne gouvernance au sein des cibles, pour ne citer que quelques-unes des pistes envisageables. Ces dimensions sont en effet susceptibles d'exercer une influence notable sur l'opacité ou la transparence des cibles et donc par ce biais, selon notre hypothèse, également sur les RAC des acquéreurs. Nous y avons fait allusion dans le deuxième chapitre.

Enfin, nous voudrions, pour terminer, suggérer encore une autre voie d'investigation à suivre. Il s'agit de la question du rapport entre les RAC des acquéreurs et les primes qu'ils paient à la cible. Cette question surgit d'ailleurs un peu comme un puzzle, une énigme plutôt paradoxale notamment à la suite des conclusions de Ang et Kohers (2001) et Chatterjee, John et Yan (2009) que nous avons citées.

Au centre de notre réflexion, nous avons considéré que la difficulté d'évaluation de la cible est source de prudence dans le chef de l'acquéreur averse au risque, que son offre emprunte de prudence est donc moins agressive et qu'elle se traduit concrètement sur le marché par des RAC plus élevés. Mais que signifie une offre prudente ou moins agressive ? Signifie-t-elle nécessairement une prime plus faible ? Ang *et al.* (2001) et Chatterjee *et al.* (2009) semblent apporter une réponse négative qu'il conviendra d'approfondir à l'avenir.

Pour leur part, Ang *et al.* (2001) affirment que les facteurs de prix entraînant des primes d'acquisition supérieures (inférieures) à la moyenne exercent une influence négative (positive) sur les réactions du marché à l'annonce, ce qui est logique dans le cadre de notre réflexion. Et cependant, leurs résultats montrent dans le même temps un accroissement de richesse des acquéreurs de cibles privées et une prime payée plus élevée par rapport aux cibles publiques, ce qui à première vue peut paraître contradictoire. Pour justifier ce surcroît de prime, ils invoquent le substantiel pouvoir de négociation des cibles privées, pour autant qu'elles ne connaissent pas de contraintes de liquidités ou de succession. La clarification pourrait provenir de la manière dont est calculée la prime, surtout lorsqu'il s'agit de comparer des primes pour des cibles non cotées à des primes pour des cibles cotées. Officer (2007) confirme étrangement les résultats de Ang *et al.* (2001) sans se l'expliquer, mais les infirme par l'emploi d'autres mesures !

Quant à Chatterjee *et al.* (2009), nous avons vu qu'ils observent que la prime payée augmente avec la dispersion des prévisions des analystes, contrairement à notre hypothèse. Leur argument est que la dispersion est davantage un signe révélateur de

divergence d'opinion que d'asymétrie d'information, tout en reconnaissant que la dispersion peut aussi être induite par l'asymétrie d'information.

Nous croyons que la question du rapport entre les RAC des acquéreurs à l'annonce et les primes payées à la cible gagnerait à être approfondie, notamment en exploitant l'hypothèse que nous avons formulée à l'égard des acquéreurs et en l'appliquant aussi au marché. En effet, comme nous avons parlé de deux degrés d'asymétrie, il semble logique que l'attitude de prudence de l'acquéreur averse au risque que nous nous attendons à observer au premier degré se vérifie au préalable aussi au niveau du marché en général: face à des sociétés difficiles à évaluer, même en dehors de toute opération de F&A, ne devrions-nous pas nous attendre à ce que le marché aussi fasse preuve de prudence dans l'évaluation des actifs ? N'est-ce pas ce que nous observons en temps de crise et lorsque les perspectives économiques ou les situations politiques sont incertaines ? Cette attitude n'est-elle pas susceptible d'exercer une influence à la fois sur les primes et les RAC observés ? Il serait intéressant, selon nous, de vérifier s'il y a vraiment contradiction entre RAC élevés des acquéreurs et primes élevées accordées aux cibles en clarifiant ainsi la nature de la relation entre RAC et primes. Mais nous sortons du cadre de notre recherche qui s'arrête ici.



## Références bibliographiques

AGGARWAL R.K., 2008, “Executive compensation and incentives”, dans ECKBO B.E., éd., *Handbook of corporate finance – Empirical corporate finance*, Vol. 2, Elsevier, North-Holland, Amsterdam, pp. 497-538.

AGRAWAL A. et JAFFE F., 2003, “Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, n. 4, pp. 721-746.

AGRAWAL A. et MANDELKER G.N., 1990, “Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, pp. 143-161.

AHERN K.R., 2007, *Markets talk, firms listen: The dynamics of repeat acquirers*, (January 18, 2007), AFA 2008 New Orleans Meetings Paper (<http://ssrn.com/abstract=970345>).

AKBULUT M.E. et MATSUSAKA J.G., 2008, *50+ years of diversification announcements*, (January 8, 2008) University of Southern California CLEO Research Paper No. C08-2; Marshall School of Business Working Paper No. MKT 11-08 (<http://ssrn.com/abstract=1081645>).

AKERLOF G.A., 1970, “The market for ‘lemons’: Qualitative uncertainty and the market mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.

AKTAS N., DE BODT E. et COUSIN J.-G., 2009<sup>a</sup>, “Idiosyncratic volatility change and event study tests”, *Revue Finance*, Vol. 30, décembre, pp. 31-57.

AKTAS N., DE BODT E. et ROLL R., 2004, “Market response to European regulation of business combinations”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, n. 4, pp. 731-758.

AKTAS N., DE BODT E. et ROLL R., 2007, “Is European M&A regulation protectionist?”, *Economic Journal*, Vol. 117, n. 522, pp. 1096-1121.

AKTAS N., DE BODT E. et ROLL R., 2009<sup>b</sup>, “Learning, hubris and corporate serial acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 543-561.

ALCHIAN A.A. et DEMSETZ H., 1972, "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777-795.

ALEXANDRIDIS G., ANTONIOU A. et ZHAO H., 2008, "Belief asymmetry and gains from acquisitions", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, pp. 443-460.

ALEXANDRIDIS G., PETMEZAS D. et TRAVLOS N.G., 2008, *Depth of the market for corporate control and gains to public acquisitions*, (September, 2008), Working paper, ALBA (Athens Laboratory of Business Administration), ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1274247](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1274247)).

ALEXANDRIDIS G., PETMEZAS D. et TRAVLOS N.G., 2009, *Gains from M&As Around the World: New Evidence*, (June 20, 2009), Working paper, ALBA (Athens Laboratory of Business Administration), (<http://ssrn.com/abstract=1423026>).

AMIHUD Y. et LEV B., 1981, "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 605-617.

ANDRADE G.M.-M., MITCHELL M.L. et STAFFORD E., 2001, "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n° 2, pp. 103-120.

ANDRADE G.M.-M. et STAFFORD E., 2004, "Investigating the economic role of mergers", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 1-36.

ANG J. et KOHERS N., 2001, "The take-over market for privately held companies: The US experience", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 25, pp. 723-748.

ASQUITH P., BRUNER R.F. et MULLINS D.W.Jr, 1983, "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 121-139.

ASQUITH P., BRUNER R.F. et MULLINS D.W.Jr, 1990, *Merger Returns and the Form of Financing*, Working Paper 3203-90 EFA, Massachusetts Institute of Technology - University of Virginia, Board of Governors - Federal Reserve System (<http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2319/SWP-3203-22601312.pdf?sequence=1>).

BAKER M., FOLEY C.F. et WURGLER J., 2009, "Multinationals as arbitrageurs : The effect of stock market valuations on foreign direct investment", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 337-369.

BARNEY J.B., 1988, "Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 71-78.

BEBCHUK L., COHEN A. et FERREL A., 2009, "What matters in corporate governance?", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 783-827.

BEBCHUK L. et COHEN A., 2005, "The costs of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, pp. 409-433.

BERTRAND M. et SCHOAR A., 2003, "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 1169-1208.

BERTRAND O. et ZUNIGA P., 2006, "R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 24, pp. 401-423.

BERKOVITCH E. et NARAYANAN M.P., 1993, "Motives for Takeovers: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, n. 3, pp. 347-362.

BETTON S., ECKBO B.E. et THORBURN K.S., 2008, "Corporate Takeovers", dans ECKBO B.E., éd., *Handbook of corporate finance – Empirical corporate finance*, Vol. 2, Elsevier, North-Holland, Amsterdam, pp. 291-429.

BILLETT M.T. et QUIAN Y., 2008, "Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers", *Management Science*, Vol. 54, pp. 1037-1051.

BOEHME R.D., DANIELSEN B.R. et SORESCU S.M., 2006, "Short-sale constraints, differences of opinion, and overvaluation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, pp. 455-487.

BOEHMER E., MUSUMECI J. et POULSEN A.B., 1991, "Event-study methodology under conditions of event-induced variance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, pp. 253-272.

BOEKER W., 1992, "Power and Managerial dismissal: Scapegoating at the top", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, pp. 591-605.

BOONE A.L. et MULHERIN J.H., 2007, "How are firms sold?", *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 847-875.

BOONE A.L. et MULHERIN J.H., 2008, “Do auctions induce a winner’s curse? New evidence from the corporate takeover market”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 1-19.

BRADLEY M.D., DESAI A.S. et KIM E.H., 1983, “The rationale behind interfirm tender offers: Information or Synergy ?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 183-206.

BRADLEY M.D., DESAI A.S. et KIM E.H., 1988, “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of the target and acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.

BREALEY R.A., MYERS S.C. et ALLEN F., 2006, *Principes de gestion financière*, Pearson Education, Paris, 8<sup>e</sup> éd.

BROCKMAN P. et YAN X.S., 2009, “Block ownership and firm-specific information”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, pp. 308-316.

BROWN L. et CAYLOR M., 2006, “Corporate governance and firm valuation”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, pp. 409-434.

BROWN S.J. et WARNER J.B., 1980, “Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 205-258.

BROWN S.J. et WARNER J.B., 1985, “Using daily stock returns: the case of event studies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 3-31.

BRUNER R. F., 2004, *Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & Sons, New York.

BULOW J., HUANG M. et KLEMPERER P., 1999, “Toeholds and takeovers”, *Journal of Political Economy*, Vol. 107, pp. 427-454.

CAIN M.D., DENIS D.J. et DENIS D.K., 2006, *Earnouts – A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*, (April 26, 2006), Working paper, Purdue University, Indiana (<http://ssrn.com/abstract=899094>).

CAMPA J.M. et HERNANDO I., 2004, “Shareholder value creation in European M&As”, *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 47-82.

CAMPA J.M. et HERNANDO I., 2009, *Cash, Access to Credit, and Value Creation in M&As*, (July 29, 2009), Banco de Espana Working Paper No. 0915 (<http://ssrn.com/abstract=1441829>).

CAVES R., 1989, "Mergers, takeovers, and economic efficiency", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 7, pp. 151-174.

CHAKRABARTI R., JAYARAMAN N. et GUPTA-MUKHERJEE S., 2009, "Mars-Venus marriages: Culture and cross-border M&A", *Journal of International Business Studies*, Vol. 40, pp. 216-236.

CHANDLER, A.D.Jr, 1962, *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge.

CHANG S., 1998, "Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 773-784.

CHATTERJEE R. et KUENZI A., 2001, *Mergers and acquisitions: The influence of methods of payment on bidder's share price*, Working paper 6/2001, University of Cambridge - The Judge Institute of Management Studies, Cambridge ([http://www.jbs.cam.ac.uk/research/working\\_papers/2001/wp0106.pdf](http://www.jbs.cam.ac.uk/research/working_papers/2001/wp0106.pdf)).

CHATTERJEE S., 1986, "Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging end rival firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 119-139.

CHATTERJEE S., JOHN K. et YAN A., 2009, *Takeovers and divergence of investor opinion*, (March 2009), Working paper, Fordham University - College of Business Administration and Department of Finance, New York University - Department of Finance (<http://ssrn.com/abstract=1327289>).

CHATTERJEE S. et YAN A., 2008, "Using innovative securities under asymmetric information: Why do some firms pay with contingent value rights?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, pp. 1001-1036.

CHEMMANUR T.J., PAEGLIS I. et SIMONYAN K., 2009, "The medium of exchange in acquisitions : Does the private information of both acquirer and target matter?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 523-542.

COASE R.H., 1937, "The nature of the firm", *Economica* (New Series), IV (13-16), November, pp. 386-405.

COBBAUT R., 1997, *Théorie Financière*, Economica, Paris, 4e éd.

COFF R.W., 1999, "How buyers cope with uncertainty when acquiring firms in knowledge-intensive industries: Caveat Emptor", *Organization Science*, Vol. 10, pp. 144-161.

CONN R.L., COSH A., GUEST P.M. et HUGHES A., 2004, *Why must all good things come to an end? The performance of multiple acquirers*, (February 5, 2004), EFMA 2004 Basel Meetings Paper (<http://ssrn.com/abstract=499310>).

CONN R.L., COSH A., GUEST P.M. et HUGHES A., 2005, "The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, pp. 815-870.

COONEY J.W., MOELLER T. et STEGEMOLLER M., 2009, "The underpricing of private targets", *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, pp. 51-66.

CORNELLI F. et Li D., 2002, 'Risk arbitrage in takeovers', *Review of Financial Studies*, Vol. 15, pp. 837-868.

CROCI E. et PETMEZAS D., 2009, *Why Do Managers Make Serial Acquisitions? An Investigation of Performance Predictability in Serial Acquisitions*, (April 2009), Working paper, Università degli Studi di Milano – Bicocca, University of Surrey - School of Management (<http://ssrn.com/abstract=727503>).

DAMODARAN A., 2005, *The value of synergy*, (October 30, 2005), Working paper, New York University - Department of Finance (<http://ssrn.com/abstract=841486>).

DATAR S., FRANKEL R. et WOLFSON M., 2001, "Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques", *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 17, pp. 201-238.

DATTA S., ISKANDAR-DATTA M. et RAMAN K., 2001, "Executive compensation and corporate acquisition decisions", *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 2299-2336.

D'AVOLIO G., GILDOR E. et SHLEIFER A., 2001, *Technology, information production, and market efficiency*, (September 2001), Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1929 (<http://ssrn.com/abstract=286597>).

DEGEORGE F., PATEL J. et ZECKHAUSER R., 1999, "Earnings management to exceed thresholds", *Journal of Business*, Vol. 72, pp. 1-33.

DEMSETZ H., 1983, "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 375-390.

DENIS D.J., DENIS D.K., YOST J.M., 2002, “Global diversification, industrial diversification, and firm value”, *Journal of Finance*, Vol. 57, n° 5, pp. 1951-1979.

DITMANN I., MAUG E. et SCHNEIDER C., 2008, “How Preussag became TUI: Kissing too many toads can make you a toad”, *Financial Management*, Vol. 37, pp. 571-598.

DOLLEY J.C., 1933, “Characteristics and procedure of common-stock split-ups”, *Harvard Business Review*, Vol. 11, pp. 316-326.

DOUKAS J., 1995, “Overinvestment, Tobin’s  $q$  and gains from foreign acquisitions”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, pp. 1285-1303.

DOUKAS J. and TRAVLOS N.G., 1988, “The effect of corporate multi-nationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1161-1175.

DURNEV A., MORCK R., YEUNG B. et ZAROWIN P., 2003, “Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, pp. 797–836.

EIS C., 1969, “The 1919-1930 Merger Movement in American Industry”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 12, pp. 267-296.

ECKBO B.E., GIAMMARINO R.M. et HEINKEL R.L., 1990, “Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests”, *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp. 651-675.

ECKBO B.E. et THORBURN K.S., 2000, “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, pp. 1-25.

EISENHARDT K.M., 1989, “Agency theory: An assessment and review”, *Academy of Management Review*, Vol. 14, pp. 57-74.

EREL I., LIAO R.C., WEISBACH M.S., 2009, *World markets for mergers and acquisitions*, (June 29, 2009), Charles A. Dice Center Working Paper No. 2009-03-011; Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-11 (<http://ssrn.com/abstract=1427408>).

ERICKSON M. et WANG S., 1999, “Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 149-176.

FACCIO M. et MASULIS R.W., 2005, “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1345-1388.

FACCIO M., McCONNELL J.J. et STOLIN D., 2006, “Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, pp. 197-220.

FAMA E.F., 1980, “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.

FAMA E.F., FISHER L., JENSEN M.C. et ROLL R., 1969, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, Vol. 10, pp. 1-21.

FAMA E.F. et FRENCH K.R., 1992, “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 427-465.

FAMA E.F. et FRENCH K.R., 1997, “Industry costs of equity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 153-193.

FEE E. et THOMAS S., 2004, “Sources of gains in Horizontal Mergers : Evidence from customer, supplier and rival firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 423-460.

FINKELSTEIN S. et D’AVENI R.A., 1994, “CEO duality as double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command”, *Academy of Management Journal*, Vol. 37, pp. 1079-1108.

FINNERTY J.D. et YAN A., 2009, *Convertible securities in merger transactions*, (March 1, 2009), EFA 2006 Zurich Meetings (<http://ssrn.com/abstract=891576>).

FISHMAN M.J., 1988, “A theory of preemptive takeover bidding”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 19, pp.88-101.

FISHMAN M.J., 1989, “Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 41-57.

FREDRIKSSON P., 2002, “Modular assembly in the car industry – an analysis of organizational forms’ influence on performance”, *European Journal of Purchasing & Supply Management*, Vol. 8, pp. 221-233.

FRENCH K.R. et ROLL R., 1986, “Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders”, *Journal of Financial Economics*, Vol.17, pp. 5–26.

FULLER K., NETTER J. et STEGEMOLLER M., 2002, “What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1763-1793.

GASPAR J.-M., MASSA M. et MATOS P., 2005, “Shareholder investment horizons and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 135-165.

GAUGHAN P.A., 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, J.Wiley & Sons, Hoboken (NJ), 4e éd.

GOLBE D.L. et WHITE L.J., 1988, “A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy”, dans AUERBACH A.J., éd., *Corporate Takeover: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 265-309.

GOMES A.R., 2001, *Takeovers, freezeouts, and risk arbitrage*, (March 2001), PIER Working Paper No. 01-027; University of Pennsylvania - Institute for Law and Economics Research Paper 01-10 (<http://ssrn.com/abstract=277109>).

GOMPERS P., ISHII J. et METRICK A., 2003, “Corporate governance and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.

GORT M., 1969, “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, pp. 624-642.

GREENE W., 2005, *Econométrie*, Pearson Education France, Paris, 5e éd.

GRINSTEIN Y. et HRIBAR P., 2004, “CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 119-143.

GUGLER K.P. et YURTOGLU B.B., 2008, éd., *The economics of corporate governance and mergers*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

HALPERN P.J., 1983, “Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 297-317.

HANSEN R.G., 1985, “Auctions with contingent payments”, *American Economic Review*, Vol. 75, pp. 862-865.

HANSEN R.G., 1987, “A theory for the choice of exchange medium in the market for corporate control”, *Journal of Business*, Vol. 60, n° 1, pp. 75-95.

HANSEN R.G., 2001, "Auctions of companies", *Economic Inquiry*, Vol. 39, pp. 30-43.

HANSEN R.G., LOTT J.R.Jr, 1996, "Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, n. 1, pp. 43-68.

HARFORD J., 1999, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 1969-1997.

HARFORD J., 2005, "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 529-560.

HARFORD J. et LI K., 2007, "Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs", *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 917-949.

HARRIS L. et GUREL E., 1986, "Price and volume effects associated with changes in the S&P 500: New evidence for the existence of price pressures", *Journal of Finance*, Vol. 41, pp. 815-829.

HART O.D., 1983, "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, pp. 366-382.

HAYWARD M.L.A. et HAMBRICK D.C., 1997, "Explaining the premium paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, pp. 103-127.

HENRY G.M., 2003, *Les crises au XXe siècle (1873-2003)*, Belin, Paris.

HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S., 1988, "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics*, Vol. 19, pp. 589-606.

HIETALA P., KAPLAN S.N. et ROBINSON D.T., 2003, "What is the price of hubris ? Using takeover battles to infer overpayments and synergies", *Financial Management*, Vol. 32, pp. 5-31.

HIRSCHMAN A.O., 1964, "The paternity of an index", *The American Economic Review*, Vol. 54, p. 761.

HSIEH J., WALKLING R.A., 2005, "Determinants and implications of arbitrage holdings in acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 605-648.

HUANG Y.-S. et WALKLING R.A., 1987, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 329-349.

HUBBARD R.G. et PALIA D., 1999, "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s : An internal capital markets view", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 1131-1152.

HYLAND D.C. et DILTZ J.D., 2002, "Why firms diversify: An empirical examination", *Financial Management*, pp. 51-81.

ISMAIL A., 2008, "Which acquirers gain more, single or multiple? Recent evidence from the USA market", *Global Finance Journal*, pp. 72-84.

JARRELL G.A. et POULSEN A.B., 1987, "Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 127-168.

JARRELL G.A. et POULSEN A.B., 1989, "The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades", *Financial Management*, Vol. 18 (3), pp. 12-19.

JARRELL G.A. et BRADLEY M.D., 1980, "The economic effects of Federal and State regulations of cash tender offers", *Journal of Law and Economics*, pp. 371-407.

JENSEN M.C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

JENSEN M.C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.

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, pp. 305-360.

JENSEN M.C. et RUBACK R.S., 1983, "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp. 5-50.

JIANG W., LEE P. et ANANDARAJAN A., 2008, "The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score", *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 24, pp. 191-201.

KAPLAN S.N., Ed., 2000, *Mergers and Productivity*, Chicago University Press, Chicago.

KAPLAN S.N. et WEISBACH M.S., 1992, "The Success from Acquisitions: Evidence from Divestitures", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 107-138.

KESNER I.F., VICTOR B. et LAMONT B.T., 1986, "Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies", *Academy of Management Journal*, Vol. 29, pp. 789-799.

KIM K.A. et NOFSINGER J.R., 2007, *Corporate Governance*, Pearson International Edition, Upper Saddle River (NJ), 2e éd.

KOEPLIN J., SARIN A. et SHAPIRO A.C., 2000, "The private company discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n. 4, pp. 94-101.

KOHERS N. et ANG J.S., 2000, "Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay", *Journal of Business*, Vol. 73, n° 3, pp. 445-476.

KOSNIK R.D., 1987, "Greenmail: A study of board performance in corporate governance", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 32, pp. 163-185.

KOSNIK R.D., 1990, "Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions", *Academy of Management Journal*, Vol. 33, pp. 129-150.

KOTHARI S.P. et WARNER J.B., 2007, "Econometrics of event studies", dans ECKBO B.E., éd., *Handbook of Corporate Finance - Empirical corporate finance*, Vol. 1, Elsevier, North Holland, Amsterdam, pp. 3-36.

LANG L.H.P. et STULZ R.M., 1994, "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1248-1280.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1998, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.

LARCKER D. et LYS T., 1987, "An empirical analysis of the incentives to engage in costly information acquisition", *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, pp. 11-126.

LEIBENSTEIN H., 1966, "Allocative efficiency vs. 'X-efficiency'", *American Economic Review*, Vol. 56, pp. 392-415.

LEWELLEN W., LODERER C. et ROSENFELD A., 1985, “Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 209-231.

LIAN Q. et WANG Q., 2007, *The dual tracking puzzle: When IPO plans turn into mergers*, (March 2007), EFA 2006 Zurich Meetings Paper (<http://ssrn.com/abstract=899983>).

LOWRY M., OFFICER M.S. et SCHWERT G.W., 2008, “The variability of IPO initial returns”, *Journal of Finance* (à paraître), (<http://ssrn.com/abstract=904683>).

LUBATKIN M., 1983, “Mergers and the performance of the acquiring firm”, *Academy of Management Review*, Vol. 8, pp. 218-225.

LUBATKIN M., 1987, “Merger strategy and stockholder value”, *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 39-54.

MACKINLAY A.C., 1997, “Event studies in economics and finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 13-39.

MALATESTA P.H., 1983, “The wealth effect of merger activity and the objective function of merging firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp.155-182.

MALATESTA P.H. et THOMPSON R., 1985, “Partially Anticipated Events. A Model of Stock Price Reactions with an Application to Corporate Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 237-250.

MALMENDIER U. et TATE G., 2005, “CEO overconfidence and corporate investment”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2661-2700.

MALMENDIER U. et TATE G., 2008, “Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 20-43.

MALMENDIER U. et TATE G., 2009, “Superstar CEOs”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, pp. 1593-1638.

MANNE H.G., 1965, “Mergers and the market for corporate control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, n° 2, pp. 110-120.

MANZON G.B., SHARP D.J. et TRAVLOS N.G., 1994, “An empirical study of the consequences of U.S. tax rules for international acquisitions by U.S. firms”, *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1893-1904.

MARKOWITZ H., 1959, *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*, Wiley, New York.

MARRIS R., 1963, "A model of the 'managerial' enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 77, pp. 185-209.

MARTIN K.J., 1996, "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership", *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 1227-1246.

MARTYNOVA M. et RENNEBOOG L., 2008, "A century of corporate takeovers : What have we learned and where do we stand ?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 2148- 2177.

MASULIS R.W., WANG C. et XIE F., 2007, "Corporate Governance and Acquirer Returns", *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 1851-1889.

MATTHEWS S., 1987, "Comparing auctions for risk averse buyers: A buyer's point of view", *Econometrica*, Vol. 55, pp. 633-646.

MILGROM P.R., 2004, *Putting Auction Theory to Work*, Cambridge University Press, Cambridge.

MITCHELL M.L. et LEHN K., 1990, "Do bad bidders become good targets?", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 2, pp. 372-398.

MITCHELL M.L. et MULHERIN J.H., 1996, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 193-229.

MITCHELL M., PULVINO T., STAFFORD E., 2004, "Price pressure around mergers", *Journal of Finance*, Vol. 59, n. 1, pp. 31-63.

MIZRUCHI M.S., 1983, "Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations", *Academy of Management Review*, Vol. 8, pp. 426-435.

MIZRUCHI M.S. et STEARNS L.B., 1988, "A longitudinal study of the formation of interlocking directorates", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, pp. 196-210.

MOELLER S.B. et SCHLINGEMANN F.P., 2005, "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp. 533-564.

MOELLER S.B., SCHLINGEMANN F.P. et STULZ R.M., 2004, “Firm size and the gains from acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 201-228.

MOELLER S.B., SCHLINGEMANN F.P. et STULZ R.M., 2005, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 757-782.

MOELLER S.B., SCHLINGEMANN F.P. et STULZ R.M., 2007, “How Do Diversity of Opinion and Information Asymmetry Affect Acquirer Returns?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 20, pp. 2047-2078.

MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1988, “Characteristics of Hostile and Friendly Takeovers”, dans AUERBACH A.J., éd., *Corporate Takeover: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 101-136.

MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1988, “Management ownership and market valuation – An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1990, “Do managerial objectives drive bad acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol. 45, n° 1, pp.31-48.

MORCK R. et YEUNG B., 1991, “Why investors value multinationality”, *Journal of Business*, Vol. 64, n° 2, pp. 165-188.

MUELLER D.C. et YURTOGLU B.B., 2007, “Corporate governance and the returns to acquiring firms’ shareholders: An international comparison”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 28, pp. 879-896.

MULHERIN J.H. et BOONE A.L., 2000, “Comparing acquisitions and divestitures”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, n° 2, pp. 117-139.

MYERS S. et MAJLUF N., 1984, “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.

NELSON R.L., 1959, *Merger movements in the American industry, 1895-1956*, National Bureau of Economic Research (NBER), General Series n° 66, New York.

OFFICER M.S., 2007, “The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 571-598.

OFFICER M.S., POULSEN A.B. et STEGEMOLLER M., 2009, "Target-firm information asymmetry and acquirer returns", *Review of Finance*, Vol. 13, pp. 467-493.

OLER D.K., HARRISON J.S. et ALLEN M.R., 2008, "The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions", *Strategic Organization*, Vol. 6, pp. 151-184.

OSBORNE M.J., 2003, *An introduction to game theory*, Oxford University Press, Oxford.

PASTOR L. et VERONESI P., 2003, "Stock valuation and learning about profitability", *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1749-1789.

PENROSE E.T., 1959, *The theory of the growth of the firm*, Wiley, New York.

POUND J., 1988, "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-265.

POUND J., 1988, "The information effects of takeover bids and resistance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 207-227.

POVEL P. et SINGH R., 2006, "Takeover contests with asymmetric bidders", *Review of Financial Studies*, Vol. 19, pp. 1399-1431.

RHODES-KROPF M. et ROBINSON D.T., 2008, "The market for mergers and the boundaries of the firm", *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 1169-1211.

RHODES-KROPF M., ROBINSON D.T. et VISWANATHAN S., 2005, "Valuation waves and merger activity : The empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 561-603.

RHODES-KROPF M. et VISWANATHAN S., 2004, "Market valuation and merger waves", *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 2685-2718.

ROLL R., 1986, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, Vol. 59, n° 2, pp. 197-216.

ROLL, R., 1988, "R<sup>2</sup>", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 541-566.

ROSSI S. et VOLPIN P.F., 2004, "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 277-304.

SAMUELSON W., 1984, “Bargaining under asymmetric information”, *Econometrica*, Vol. 52, pp. 995-1005.

SCHIPPER K. et THOMPSON R., 1983, “Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 85-120.

SCHWERT G.W., 1996, “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 153-192.

SCHWERT G.W., 2000, “Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?”, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2599-2640.

SERVAES H., 1991, “Tobin’s Q and the Gains from Takeovers”, *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 409-419.

SERVAES H. et TAMAYO A., 2009, *Intra-industry effects of control threats on investment, financing, and financial reporting quality*, (May 13, 2009), London Business School Working Paper (<http://ssrn.com/abstract=1092796>).

SHAHRUR H., 2005, “Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers and corporate customers”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 61-98.

SHARPE W., 1963, “A simplified model for portfolio analysis”, *Management Science*, Vol. 9, 277-293.

SHEN J.-C. et REUER J.J., 2005, “Adverse selection in acquisitions of small manufacturing firms : A comparison of private and public targets”, *Small Business Economics*, Vol. 24, pp. 393-407.

SHINN E.W., 1999, “Returns to acquiring firms: The role of managerial ownership, managerial wealth, and outside owners”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 78-89.

SHLEIFER A., 1986, “Do demand curves for stocks slope down?”, *Journal of Finance*, Vol. 41, pp. 579-590.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1986, “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1988, “Value maximization and the acquisition process”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 7-20.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1989, "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1997, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 2003, "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 295-311.

SINGH H. et HARIANTO F., 1989, "Top management tenure, corporate ownership structure and the magnitude of golden parachutes", *Strategic Management Journal*, Vol. 10, pp. 143-156.

SINGH H. et MONTGOMERY C.A., 1987, "Corporate acquisition strategies and economic performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 377-386.

SONG M.H. et WALKLING R.A., 2008, *Anticipation, acquisitions and bidder returns : Industry shocks and the transfer of information across rivals*, (June 21, 2008), LeBow College of Business Working Paper (<http://ssrn.com/abstract=698142>).

SOTER D., 2001, "M&A Why most winners lose", *EVALuation*, Vol.3 (4), pp.1-12.

THALER R.H., 1992, "The winner's curse", *Across the Board*, Vol. 29 (9), pp. 30-34.

TOSI H.L. et GOMEZ-MEJIA L.R., 1989, "The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34, pp. 169-189

TRAUTWEIN, F., 1990, "Merger Motives and Merger Prescriptions", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 283-295.

TRAVLOS N.G., 1987, "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 943-963.

WEISBACH M., 1988, "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 431-460.

WERNERFELT B., 1984, "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, Vol.5, pp.171-180.

WESTON J.F., MITCHELL M.L. et MULHERIN J.H., 2003, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River (NJ), 4e éd.

WHITE H., 1980, “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity”, *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.

WILLIAMSON O.E., 1975, *Markets and hierarchy: Analysis and antitrust implications*, The Free Press, New York.

WILLIAMSON O.E., 1979, “Transaction-cost economics: The governance of contractual relations”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, n° 2, pp. 233-261.

WILLIAMSON O.E., 1985, *The economic institutions of capitalism*, The Free Press / Macmillan, New York.

WILSON R.B., 1967, “Competitive bidding with asymmetric information”, *Management Science*, Vol. 18, pp. 816-820.

YERMACK D.L., 1996, “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185–212.



## Annexe 1

### Table de définition des variables

<i>Variables dépendantes</i>	<i>Description</i>	<i>Sources</i>
RAC	Rendements Anormaux Cumulés des acquéreurs observés sur les 11 jours (J-5, J+5) autour de la date d'annonce (J). Ils sont calculés selon le modèle Beta-1 en soustrayant l'indice quotidien équipondéré du CRSP du rendement quotidien de chaque acquéreur.	CRSP
<i>Variables indépendantes</i>	<i>Description</i>	<i>Sources</i>
Nombre d'offres	Nombre d'acquéreurs potentiels ayant officiellement présenté une offre.	SDC
Attitude	Variable muette = 1 si offre hostile; sinon, = 0.	SDC
Mode de paiement	Variable muette = 1 si paiement 100% en actions; sinon, = 0.	SDC
Proximité sectorielle	Variable muette = 1 si l'acquéreur et la cible sont dans le même secteur d'activité Fama-French (1997).	SDC
Taille relative	Taille relative de l'opération définie comme le montant de l'opération (en M° \$) pondéré par la taille de l'acquéreur (prix du titre multiplié par le nombre de titres émis) mesurée 30 jours avant la date d'annonce.	SDC/CRSP
Actifs incorporels	Montant des actifs incorporels de la cible en millions, pondéré par l'actif total, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce. Actifs incorporels = item 33 / item 6	Compustat Industrial Annual DATA33/N/Intangibles (MM\$) DATA6/N/Assets - Total (MM\$)
Capital humain	Montant des rémunérations et charges sociales de la cible, pondéré par l'actif total, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce. Capital humain = item 42 / item 6	Compustat Industrial Annual DATA42/N/Labor and Related Expenses (MM\$) DATA6/N/Assets - Total (MM\$)
R&D	Montant des investissements en R & D de la cible, pondéré par le chiffre d'affaires, pour le dernier exercice clôturé avant la date d'annonce. R&D = item 46 / item 12	Compustat Industrial Annual DATA46/N/Research and Development Expenses (MM\$) DATA12/N/Sales (Net) (MM\$)
Variation des cash-flows	Ecart-type des cash-flows de la cible (tCF) sur les cinq dernières années avant la date d'annonce, pondérés par l'actif total. Si années manquantes, min. 3 ans. Si annonce Janv./Févr., exercices T-2 à -6, sauf si exercice social fini avant 1.11. tCF / Assets = (item 18 + item 14) / item 6 ou item 18 / item 6 (si item 14 manquant).	Compustat Industrial Annual DATA18/N/Income Before Extraordinary Items (MM\$) DATA14/N/Depreciation and Amortization (MM\$) DATA6/N/Assets - Total (MM\$)

Variation des chiffres d'affaires	Ecart-type des chiffres d'affaires de la cible sur les cinq dernières années avant la date d'annonce, pondérés par l'actif total. Si années manquantes, min. 3 ans. Si annonce Janv./ Févr., exercices T-2 à -6, sauf si exercice social fini avant 1.11. tSales / Assets = item 12 / item 6	Compustat Industrial Annual DATA12/N/Sales (Net) (MM\$) DATA6/N/Assets - Total (MM\$)
Variation par rapport aux CA médians	Ecart-type de la différence entre les chiffres d'affaires de la cible pondérés par ses actifs et les chiffres d'affaires médians pondérés par les actifs médians du secteur Fama-French (1997) de la cible sur les cinq dernières années avant la date d'annonce. Mêmes critères d'extraction que Ecartype tSales / Assets.	Compustat Industrial Annual DATA12/N/Sales (Net) (MM\$) DATA6/N/Assets - Total (MM\$)
Activité de F&A	Variable muette = 1 si au moins une opération M&A annoncée dans le secteur Fama-French (1997) de la cible dans l'année avant la date d'annonce; sinon, = 0.	SDC
Variance idiosyncratique	Variance des rendements anormaux de la cible calculée sur les 235 jours avant la date d'annonce. Ces rendements sont calculés selon le modèle Beta-1 en soustrayant le rendement quotidien du S&P500 du rendement quotidien de la cible fourni par CRSP.	CRSP
Suivi des analystes	Variable muette = 1 si la cible est suivie par des analystes fournissant des prévisions de bénéfices reprises dans Thomson Financial I/B/E/S; sinon, = 0.	I/B/E/S
Variation des prévisions	Ecart-type des prévisions à long terme des bénéfices par action de la cible. Prévisions effectuées par les analystes financiers et fournies par Thomson Financial I/B/E/S sur le mois précédant le mois de l'annonce, ou mois-2 ou mois-3, si manquantes.	I/B/E/S