

**UNIVERSITÉ LILLE 2 – DROIT ET SANTÉ –  
ÉCOLE SUPÉRIEURE DES AFFAIRES**

Thèse  
pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2  
en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement le 14 Juin 2007 par :  
**Étienne REDOR**

**Les méthodes de paiement dans les opérations de  
fusions-acquisitions : richesse des actionnaires, sociétés  
non cotées et déterminants**

Sous la direction scientifique du Professeur Michel Levasseur

Membres du jury :

**Monsieur Michel LEVASSEUR**

Professeur, Université Lille 2 – Droit et Santé (E.S.A.).

**Monsieur Michel ALBOUY**

Professeur, Université Pierre Mendès France (Grenoble 2,  
E.S.A.).

**Monsieur Franck BANCEL**

Professeur, ESCP-EAP European School of Management.

**Monsieur Alain CHEVALIER**

Professeur, ESCP-EAP European School of Management.

**Monsieur Éric de BODT**

Professeur, Université Lille 2 – Droit et Santé (E.S.A.).

**Monsieur Philippe DESBRIÈRES**

Professeur, Université de Bourgogne (Dijon).



**UNIVERSITÉ LILLE II – DROIT ET SANTÉ –  
ÉCOLE SUPÉRIEURE DES AFFAIRES**

Thèse  
pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2  
en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement le 14 Juin 2007 par :  
**Étienne REDOR**

**Les méthodes de paiement dans les opérations de  
fusions-acquisitions : richesse des actionnaires, sociétés  
non cotées et déterminants**

Sous la direction scientifique du Professeur Michel Levasseur

*L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

À la mémoire de mon père,  
À ma mère et à ma grand-mère,

## REMERCIEMENTS

Cette thèse est le fruit de mes années passées en tant que doctorant à l'Université de Lille 2 et à l'ESCP-EAP European School of Management. Bien que la réalisation d'une thèse puisse être vue par certains comme un long parcours académique solitaire, diverses personnes, à différents degrés, ont contribué à mener à bien ce projet.

Je tiens à remercier en premier lieu mon Directeur de thèse Monsieur Michel Levasseur pour la confiance qu'il m'a témoignée en acceptant d'encadrer mes travaux et en me permettant d'intégrer l'équipe de recherche de l'Université de Lille 2.

Ce travail n'aurait jamais été possible sans les conseils, les encouragements et la disponibilité de Monsieur Alain Chevalier, mon Directeur au sein du programme Ph.D. de l'ESCP-EAP European School of Management. Je tiens à le remercier tout particulièrement, car il a su non seulement diriger mes recherches et me faire part de ses nombreuses idées, mais il a surtout su me transmettre sa passion de la finance.

Je tiens également à remercier Monsieur Éric de Bodt pour ses si précieux conseils. Avoir pu travailler à ses côtés a été une expérience très enrichissante.

Je suis très honoré que Monsieur Michel Albouy, Monsieur Philippe Desbrières et Monsieur Franck Bancel aient accepté de participer à mon jury de thèse. Je les remercie d'avoir accepté de juger mon travail.

Je souhaiterais aussi remercier tous ceux qui ont contribué à rendre ces trois années à l'ESCP-EAP European School of Management et à l'Université de Lille 2 intéressantes, tant sur le plan académique que sur le plan humain. Je pense en particulier à Monsieur Franck Bancel, Doyen associé à la recherche de l'ESCP-EAP European School of Management, Madame Cécile Kharoubi, Monsieur Pramuan Bunkanwanicha et Monsieur Christophe Moussu.

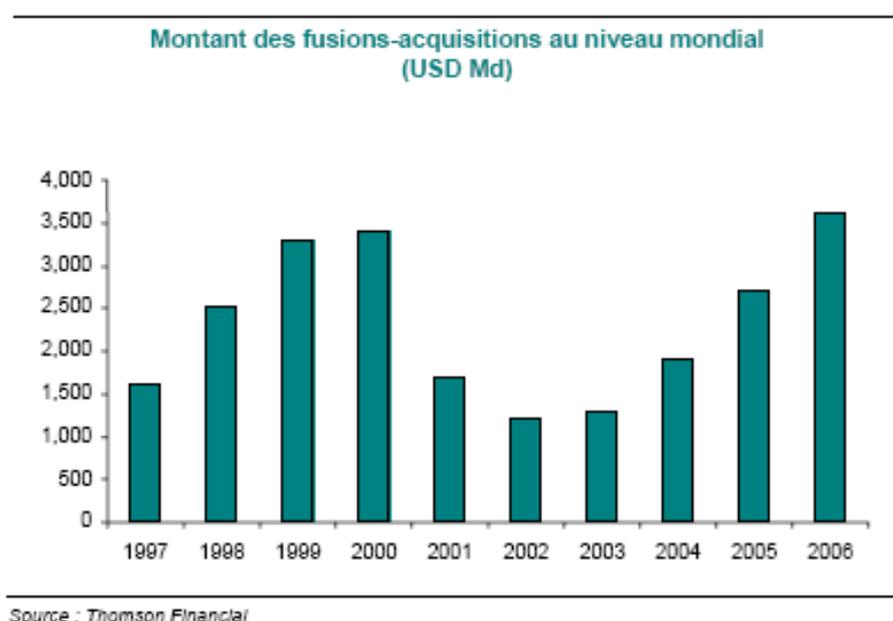
Cette thèse n'aurait probablement pas abouti sans le soutien constant de mes plus chers amis, ainsi que de ma famille. J'adresse donc ici d'immenses remerciements à Isabelle et à la famille Feuillet, à Géraud, Alice, Pauline, Émilie, Pierre-Alexandre et Jean-Michel. Je remercie également ma mère et ma grand-mère pour leur soutien et leurs encouragements.

Une pensée toute particulière pour Caroline et ses très nombreuses relectures.



## INTRODUCTION

Les fusions-acquisitions font partie des événements les plus importants dans la vie des sociétés. Les sommes investies dans ces opérations à l'échelle mondiale ont atteint 3 610 milliards de dollars en 2006, battant ainsi le record historique de l'année 2000 (cette année-là, les sociétés avaient dépensé 3 400 milliards de dollars pour financer leurs acquisitions). Ce montant représente une hausse de 30% par rapport à l'année 2005 et constitue la quatrième année consécutive de croissance de cette activité (figure 1). De même, selon Malmendier et Tate (2006), les sociétés américaines ont dépensé plus de 3 400 milliards de dollars au cours de 12 000 opérations réalisées lors des vingt dernières années. Il n'est donc pas surprenant qu'un nombre très important de recherches ait cherché à expliquer ce phénomène. Depuis le début des années 1980, les études se sont multipliées, suivant ainsi l'évolution du nombre d'opérations. Parmi les très nombreux points étudiés par les auteurs en finance, nous pouvons par exemple citer l'étude des motivations à l'origine de ces opérations, les performances à court et long terme pour les actionnaires de la société cible et de la société initiatrice, les grandes vagues de fusions et le choix de la méthode de paiement.



**Figure 1 : Montant mondial des opérations de fusions-acquisitions entre 1997 et 2006.**

Évidemment, une des décisions particulièrement importantes à prendre lors de ces opérations est le choix de la méthode de paiement. La figure 2 montre graphiquement que la fréquence d'utilisation des différentes méthodes de paiements (et en particulier du *cash*) n'est pas constante au fil du temps. Ainsi, la fréquence d'utilisation du *cash* semble être croissante depuis juillet 2000 à la fois aux États-Unis, en Europe de l'Ouest et en Asie/Pacifique.

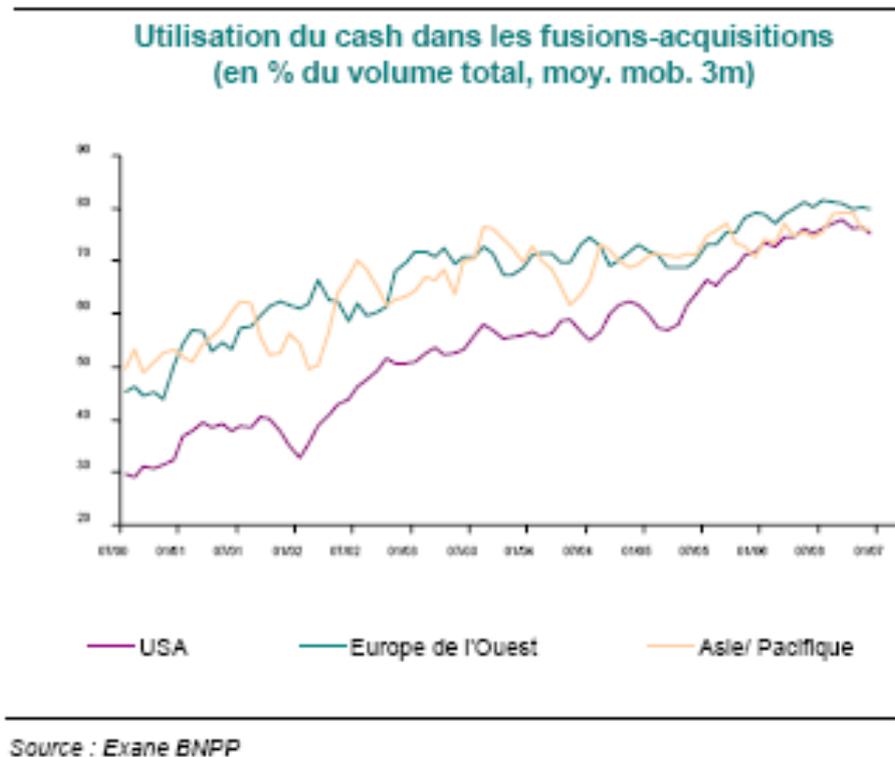


Figure 2: Fréquence d'utilisation du *cash* dans les opérations de fusions-acquisitions entre juillet 2000 et janvier 2007.

## 0.1. Les problématiques traitées dans la thèse

### 0.1.1. Les théories actuelles permettent-elles réellement d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions domestiques?

Tout un pan de la littérature s'est attaché à expliquer pourquoi, dans certains cas, les sociétés utilisaient du *cash* et pourquoi, dans d'autres, elles utilisaient leurs propres actions ou un mélange d'actions et de *cash* pour financer l'opération. Tout d'abord, les chercheurs ont développé des modèles d'asymétrie informationnelle (Hansen (1987), Fishman (1989)), etc.) qui stipulent que les dirigeants de l'initiatrice et de la cible vont choisir la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions en fonction de l'information privée qu'ils possèdent sur leur propre société.

Par ailleurs, la fiscalité est également supposée avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement (Brown et Ryngaert (1991), etc.), car les offres en *cash* sont considérées comme imposables immédiatement pour les actionnaires de la cible, alors que lors des offres en actions, l'actionnaire de la société cible sera imposé uniquement au moment de la revente des titres. En outre, selon Stulz (1988), la propriété managériale peut influencer sur le choix de la méthode de paiement du fait des phénomènes de dilution de la propriété lors des opérations financées par des actions. De même, le contrôle externe (Black (1992)), les performances passées (Zhang (2001)), les opportunités d'investissement à la fois de la société initiatrice et de la société cible (Jung, Kim et Stulz (1996)), les cycles économiques (Brealey, Hodges et Capron (1976), etc.), les délais de réalisation de l'opération (Martin (1996), Officer (2004), etc.) et la structure du capital de la société résultante (Murphy et Nathan (1989)) semblent être des éléments de nature à influencer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions.

Ainsi, de très nombreuses théories et de très nombreux modèles ont été développés afin d'expliquer le recours au *cash*, aux actions ou aux offres mixtes pour financer l'acquisition d'une société cible. Devant cette multitude de théories concurrentes, il semble bien difficile de déterminer quelle est (ou quelles sont) celle(s) qui permet(tent) d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions. Le premier objectif de cette thèse sera donc de déterminer si les théories actuelles permettent réellement de comprendre les décisions des dirigeants de la société initiatrice et de la société cible en ce qui concerne le choix de la méthode de paiement retenue pour financer l'offre.

### **0.1.2. Existe-t-il des déterminants du choix de la méthode de paiement propres aux opérations transnationales?**

Les chercheurs se sont également intéressés aux opérations transnationales. La majorité de leurs travaux concernent l'impact de ces opérations sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice et de la société cible (Harris et Ravenscraft (1991), Cebenoyan et Papaioannou et Travlos (1992), Goergen et Renneboog (2004), etc.). De façon assez surprenante, il n'existe pas, à notre connaissance, d'études s'intéressant au choix de la méthode de paiement dans le cadre des opérations transnationales. En effet, les différentes théories et études empiriques concernant le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions ne font pas la distinction entre les opérations domestiques et les opérations pour lesquelles la société initiatrice et la cible n'ont pas la même nationalité. Or, on peut raisonnablement penser qu'il existe des facteurs propres aux opérations transnationales qui influencent ce choix. Le deuxième objectif de cette thèse sera donc d'examiner s'il existe des déterminants du choix de la méthode de paiement lors des acquisitions transnationales.

### **0.1.3. L'impact du choix de la méthode de paiement diffère-t-il selon le statut de la société cible également en Europe?**

Un second pan de la littérature s'est intéressé à l'impact du choix de la méthode de paiement sur la richesse des actionnaires. Il semble désormais bien établi dans la littérature que les principaux bénéficiaires des opérations de fusions-acquisitions sont les actionnaires de la société cible. Les études menées par Langetieg (1978), Denis et McConnell (1986), Bradley, Desai et Kim (1988), Jarrell et Poulsen (1989), Lang, Stulz et Walkling (1989), Servaes (1991), Kaplan et Weisbach (1992), et plus récemment, par Mulherin et Boone (2000), Eckbo et Thorburn (2000) et Goergen et Renneboog (2004) montrent toutes des rentabilités anormales très significatives.

À l'inverse, les résultats concernant l'impact sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice sont contradictoires. Certaines études mettent ainsi en évidence de faibles rentabilités anormales négatives pour les sociétés initiatrices (Langetieg (1978), Dodd (1980), Asquith, Bruner et Mullins (1987), Morck, Shleifer et Vishny (1990), Franks, Harris et Titman (1991), et plus récemment, Mitchell et Stafford (2000), Mulherin et Boone (2000), etc.) alors que d'autres concluent à l'absence de rentabilités anormales ou à des rentabilités anormales faibles à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition (Dood et Ruback (1977), Bradley (1980), Jarrell et Bradley (1980), Asquith (1983), Asquith, Bruner et Mullins (1983), Eckbo (1983), Malatesta (1983), Wier (1983), Dennis et McConnell (1986), Jarrell, Brickley et Netter (1987), Goergen et Renneboog (2004), etc.).

Bien que la société initiatrice soit bien souvent beaucoup plus grande que la société cible, les gains combinés de la société initiatrice et de la société cible sont en général positifs (Halpern (1973), Bradley, Desai et Kim (1983 et 1988), Malatesta (1983), Lang, Stulz et Walkling (1989), Berkovitch et Narayanan (1993), etc.).

Ces recherches ont également été complétées par des études mesurant les conséquences des opérations de fusions-acquisitions sur de longues périodes. À long terme, les rentabilités anormales liées à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition sont en général négatives dans le cas des fusions (Langetieg (1978), Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992), etc.) et positives dans le cas des offres publiques (Loughran et Vijh (1997) et Rau et Vermaelen (1998)). Les rentabilités anormales sont plus faibles dans les offres qui ont échoué que dans celles qui sont couronnées de succès (Langetieg (1978), Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992), etc.).

Il existe de très nombreuses variables qui influencent les rentabilités anormales lors des opérations de fusions-acquisitions : le caractère amical ou non de l'opération, la méthode d'acquisition<sup>1</sup>, les opérations de diversification... et bien sûr le choix de la méthode de paiement. En ce qui concerne les gains réalisés par l'initiatrice lors de l'acquisition de sociétés cotées, Travlos (1987) a ainsi mis en évidence des rentabilités anormales négatives lors des opérations financées en titres et des rentabilités anormales nulles ou positives lors des opérations financées en *cash*. Antoniou et Zhao (2004) ont par ailleurs montré que les gains de l'initiatrice sont plus faibles lors d'un financement en titres que lors d'une offre alternative, une offre mixte ou une offre en *cash*. De même, de nombreuses études empiriques ont montré que les gains de la cible étaient plus élevés lors des offres en *cash* (Huang et Walkling (1987), Franks, Harris et Mayer (1988), Eckbo et Langohr (1989), etc.) que lors des offres en titres.

Au contraire, les travaux concernant les gains réalisés par les sociétés initiatrices américaines lors des acquisitions de sociétés non cotées (Hansen et Lott (1996), Chang (1998), Fuller, Netter et Stegemoller (2002), etc.) semblent indiquer que les gains de la société initiatrice sont plus importants lors des acquisitions financées avec des titres que lors des acquisitions financées avec du *cash*. Ainsi, il semblerait que le statut de la société cible et la méthode de paiement retenue pour financer l'offre aient un impact important sur les rentabilités anormales. Par ailleurs, ces études montrent que les gains réalisés lors des acquisitions de sociétés cotées sont plus faibles que ceux qui sont réalisés lors des acquisitions de sociétés non cotées.

Les résultats empiriques concernant l'impact des acquisitions de sociétés non cotées sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice ne sont disponibles que pour les États-Unis. Ainsi, il se pourrait que les résultats d'Hansen et Lott (1996), de Chang (1998), de Fuller, Netter et Stegemoller (2002), etc., ne soient qu'une spécificité du marché américain. Le troisième objectif de cette thèse sera donc d'étudier si également en Europe, l'impact du choix de la méthode de paiement diffère selon le statut de la société cible.

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire offre publique ou fusion.

#### **0.1.4. La tendance sur le marché des actions a-t-elle un impact sur les rentabilités anormales lors de l'annonce d'une acquisition de société non cotée?**

Les travaux antérieurs ont par ailleurs permis d'identifier trois motivations majeures à l'origine des opérations de fusions-acquisitions :

- Selon la théorie de la quête de synergie, les dirigeants sont supposés être motivés par la maximisation de la richesse des actionnaires pour créer de la valeur et avoir la capacité d'évaluer exactement la valeur potentielle des firmes combinées. Ils procéderont donc à des acquisitions uniquement si la valeur des firmes réunies est supérieure à la valeur des firmes prises indépendamment (Seth, Song et Pettit, 2000). La littérature distingue en général quatre types de synergies : les synergies financières, opérationnelles, managériales et collusives.
  - 1) Les synergies financières peuvent être créées en investissant dans des sociétés ayant des activités totalement indépendantes (car cela diminue le risque systématique du portefeuille d'investissement de la société), en augmentant la taille de l'entreprise (car cela réduit le coût d'accès au capital) et en établissant un marché de capital interne (car cela permet une allocation du capital plus efficiente) (Trautwein (1990)). Selon Seth (1990), deux sociétés ayant des flux de trésorerie non parfaitement corrélés peuvent réduire leur probabilité de faillite en fusionnant ; la seconde société pouvant soutenir celle qui a des déficiences temporaires.
  - 2) Dans le cas d'une fusion, les synergies opérationnelles se traduisent essentiellement par des économies d'échelle. Elles doivent donc être vues comme une façon de réduire le coût unitaire moyen des produits. Cette diminution peut être accompagnée d'un accroissement de volume. Elles proviennent des avantages de la division et de la spécialisation du travail et correspondent à la répartition des coûts fixes sur un volume de production plus important. La société peut également tirer profit d'économies de gamme puisqu'il se peut que le coût de production de deux produits par une société multi-produits soit inférieur au coût de production de ces produits par deux firmes uni-produits. On observe en particulier ce phénomène dans le secteur bancaire.

- 3) Pour Weston, Chung et Hoag (1990), une société disposant d'une équipe de direction efficace et de surcroît en surnombre peut utiliser ses ressources managériales excédentaires en acquérant une société gérée de façon inefficace à cause d'un manque de ressources de même nature. Selon Trautwein (1990), les synergies managériales apparaissent lorsque les dirigeants de la société initiatrice possèdent des capacités de planning et de monitoring dont profite la société cible. Les dirigeants de la société initiatrice pensent, dans ce cas, être en mesure de dégager plus de valeur que les dirigeants actuellement à la tête de la société cible.
  - 4) Le pouvoir de marché (ou synergie collusive) est la capacité d'un acteur ou d'un groupe d'acteurs de contrôler le prix, la quantité ou la nature des biens vendus afin de générer des profits en excès (Seth, 1990). Ce phénomène fonctionne uniquement pour les acquisitions horizontales. Le modèle de la firme dominante dans un oligopole suppose, en effet, que le prix augmente dans un secteur à la suite d'une acquisition horizontale réalisée par une firme dominante. Il est néanmoins important de noter qu'à la différence des autres synergies, les synergies collusives ne représentent pas de gains d'efficience, mais seulement un transfert de richesse ayant pour source les consommateurs.
- Les opérations de fusions-acquisitions peuvent également être motivées par des phénomènes d'agence. En effet, la théorie de la construction d'un empire stipule que les dirigeants vont surpayer délibérément l'acquisition. Leur salaire et leur pouvoir étant fonction de l'augmentation de leur responsabilité au sein de la firme, c'est-à-dire fonction de la quantité d'actifs qu'ils contrôlent, ils lancent le processus de prise de contrôle uniquement pour maximiser leur propre utilité au détriment des actionnaires de leur firme. Les dirigeants auraient ainsi tendance à rechercher à accroître la taille de l'entreprise (même au-delà de la taille optimale) et non à optimiser sa rentabilité. Pour certains auteurs, cette théorie permettrait d'expliquer pourquoi les sociétés initiatrices réalisent des opérations de croissance externe alors que celles-ci détruisent de la valeur pour leurs actionnaires.

- Une théorie concurrente a été développée par Roll (1986). Selon lui, les opérations de fusions-acquisitions ont lieu à cause d'une erreur d'évaluation de la société cible. Roll, à travers cette théorie, souligne l'arrogance des acquéreurs convaincus que leur évaluation généreuse de la cible corrige la sous-évaluation des marchés. C'est ainsi qu'à l'inverse de la théorie de l'agence, qui suppose que les managers surpayent volontairement la société cible, la théorie de l'hubris propose que les managers payent involontairement trop cher leur acquisition. Dans le cas extrême, le comportement irrationnel des managers est fondé sur leur incapacité à prendre conscience que l'offre est au-dessus du prix de marché. Il n'y aura aucun gain de synergie, et la prime sera entièrement transférée aux actionnaires de la société cible. Dans le cas plus général, bien que l'acquisition puisse créer des gains de synergie, il y aura un excès de paiement et donc une perte pour les actionnaires de la société initiatrice du fait de la « myopie » des managers (Berkovitch et Narayanan, 1993).

Dans cette thèse, nous formulons l'idée que les motivations des dirigeants sont influencées par la tendance sur le marché des actions. Lorsque le marché est baissier, les dirigeants sont incités à compenser leur perte de revenu, lorsque celui-ci est indexé à la performance de l'entreprise, par des opérations qui vont maximiser leur propre bien-être, au risque de détruire de la valeur pour leurs actionnaires. Ces opérations peuvent par exemple prendre la forme d'acquisitions conglomerales dont le but est de stabiliser les *cash-flows* de l'entreprise, ce qui permet de limiter le risque de banqueroute et donc de faire diminuer le risque lié au capital humain du dirigeant. Le quatrième objectif de cette thèse sera donc de vérifier si la tendance sur le marché des actions a réellement un impact sur les rentabilités anormales lors de l'annonce d'une acquisition de société non cotée. L'ensemble des problématiques traitées dans cette thèse est résumé au sein de la figure 3 (voir page suivante).

## **0.2. Les objectifs**

L'objet de cette thèse est tout d'abord de présenter, dans un premier chapitre consacré à la revue de la littérature, les principales théories et les principaux modèles permettant d'expliquer le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions, puis d'analyser ce choix selon trois axes et trois méthodologies différentes. Chacun des axes d'analyse représente un chapitre de la présente thèse et prend la forme d'un article de recherche. L'objectif est d'essayer de participer en toute modestie à l'effort de recherche de connaissance dans les deux pans de la littérature actuelle s'intéressant aux méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions.

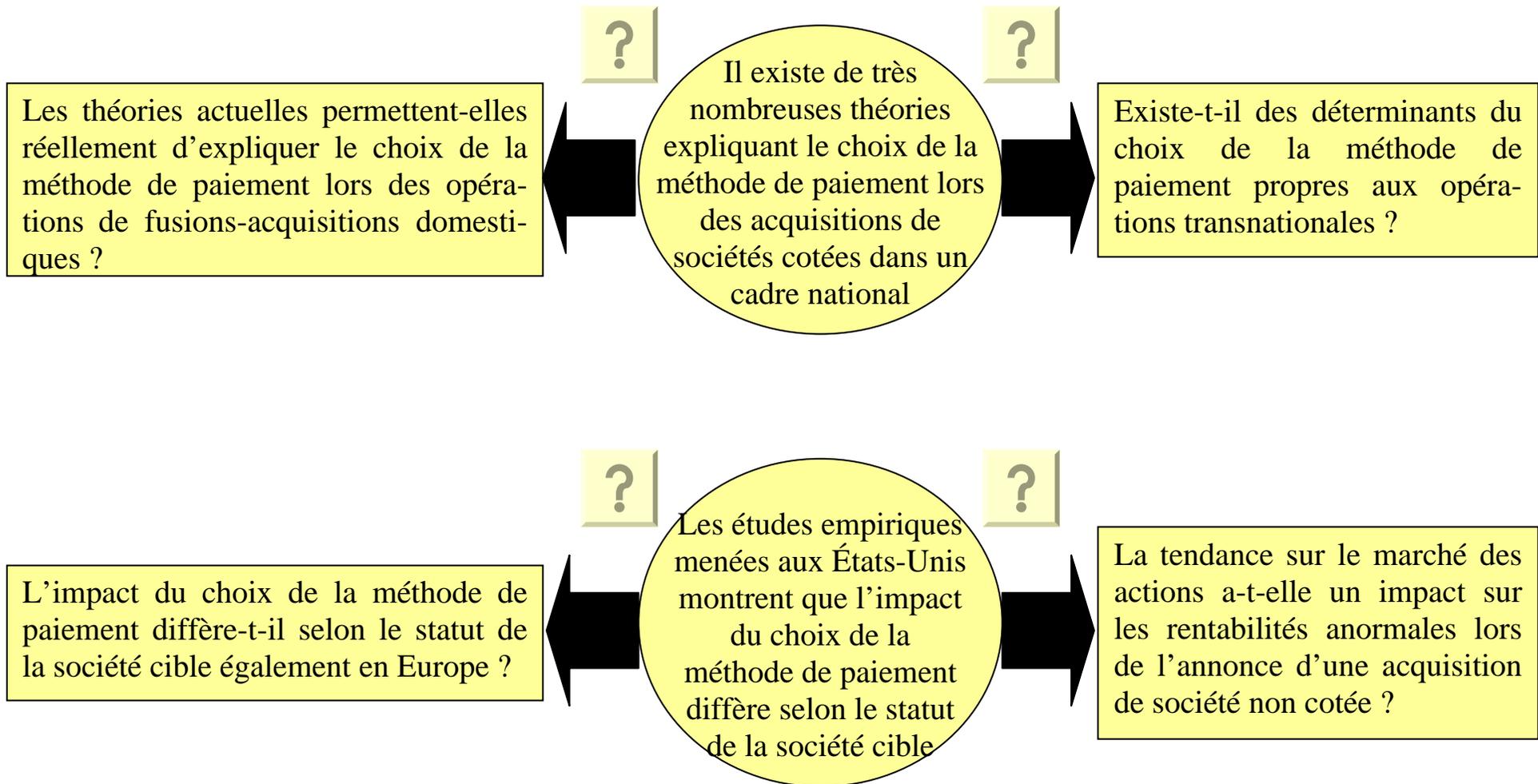


Figure 3 : Synthèse des différentes problématiques de la thèse.

### **0.2.1. L'étude du choix de la méthode de paiement dans l'opération BNP-Paribas-Société Générale**

Le premier article (le deuxième chapitre de cette thèse) est une étude du cas BNP-Paribas-Société Générale. Cette opération est particulièrement pertinente à analyser dans le cadre de notre recherche, car il s'agit d'une lutte entre deux banques qui vont successivement offrir différentes méthodes de paiement afin d'inciter les actionnaires d'une même société cible à apporter leurs titres à leurs offres respectives. La Société Générale et la BNP vont offrir initialement leurs propres actions contre celles de Paribas, puis la Société Générale va offrir une soulte en *cash* et des actions, et la BNP des actions et des Certificats de Valeur Garantie pour prendre le contrôle de Paribas. Par ailleurs, la lutte entre la Société Générale et la BNP pour l'obtention du contrôle de Paribas est un cas très intéressant à étudier, car il s'agit de sociétés du secteur bancaire sur lesquelles reposent des contraintes financières en termes de fonds propres. De ce fait, le recours à un financement par dette est donc particulièrement difficile. Les objectifs de cette étude sont multiples :

- En premier lieu, elle permet de vérifier les principales prédictions des modèles et théories exposés dans le premier chapitre de cette thèse et de les confronter à la réalité d'un cas concret.
- En second lieu, cette recherche étudie l'impact à court terme du choix de la méthode de paiement sur la richesse des actionnaires. Ainsi, nous examinons l'impact à court terme sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice, de la société cible et de l'autre banque cherchant à obtenir le contrôle de la cible lors des quatre surenchères.
- En troisième lieu, cet article analyse l'impact à long terme de l'offre ayant réussi sur la richesse des actionnaires.
- Enfin, cette étude examine une méthode de paiement qui n'a fait que de très rares recherches antérieures : le Certificat de Valeur Garantie.

## **0.2.2. L'impact conjoint du choix de la méthode de paiement et de la tendance du marché des actions sur la richesse des actionnaires**

Le deuxième article (le troisième chapitre de cette thèse) est une recherche qui s'intéresse à l'impact conjoint du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions et de la tendance du marché des actions sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice lors des acquisitions de sociétés non cotées. Alors qu'historiquement, la plupart des études antérieures se sont concentrées sur l'impact du choix de la méthode de paiement sur la richesse des actionnaires lors de l'acquisition d'une société cotée, un certain nombre d'études récentes (Fuller, Netter et Stegemoller (2002), Faccio, McConnell et Stolin (2006), etc.) se sont intéressées à l'impact du choix de la méthode de paiement lors des acquisitions de sociétés non cotées. Ces travaux montrent l'existence d'un effet « société non cotée » qui se caractérise par des rentabilités anormales pour les actionnaires de la société initiatrice plus importantes lorsque la cible est une société non cotée que lorsque la cible est une société cotée. De plus, ces études soulignent que le choix de la méthode de paiement a un impact pour les actionnaires de la société initiatrice : les acquisitions financées grâce à des actions créent plus de valeur que les acquisitions financées avec du *cash*. Ce résultat est d'autant plus intéressant que dans les recherches portant sur l'acquisition de sociétés cotées, le résultat inverse peut être observé : les acquisitions financées par du *cash* créent plus de valeur pour les actionnaires de l'initiatrice que les acquisitions financées par des actions. Aucune théorie ne permet d'expliquer réellement cet effet « société non cotée » (voir Faccio, McConnell et Stolin, 2006). Il existe donc un besoin très important de connaissance concernant l'impact du choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions de sociétés non cotées, d'autant que ces opérations représentent la très grande majorité des opérations de fusions-acquisitions alors que les études s'intéressant à cette question sont encore très limitées.

Le premier objectif de cet article est de confirmer l'existence de l'effet « société cotée » sur des données européennes. À l'aide d'une étude d'événements reposant sur la méthodologie de Fuller, Netter et Stegemoller (2002), nous étudions si des résultats comparables à ceux obtenus lors des études américaines peuvent être observés dans notre échantillon.

Le second objectif de cet article et son principal apport est d'étudier si la tendance du marché des actions a un impact sur les rentabilités anormales pour les actionnaires de la société initiatrice. Pour chaque méthode de paiement, l'article examine si le fait que le marché soit haussier ou baissier a un impact sur les rentabilités anormales observées lors des acquisitions de sociétés non cotées. En effet, différentes hypothèses émises dans cette recherche permettent de penser que les acquisitions réalisées lorsque le marché est haussier pourraient avoir des rentabilités anormales supérieures à celles qui sont réalisées lorsque le marché est baissier. À l'aide d'une étude d'événements et d'une étude empirique, nous testons la valeur que nous pouvons accorder à cette hypothèse.

### ***0.2.3. Les déterminants du choix de la méthode de paiement lors des opérations transnationales***

Le troisième article composant cette thèse (le quatrième chapitre de cette recherche) est une étude qui s'intéresse aux déterminants du choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions transnationales. L'objectif est de s'appuyer sur les recherches antérieures ne faisant pas la distinction entre les opérations domestiques et transnationales pour étudier spécifiquement les déterminants du choix de la méthode de paiement lorsque l'initiatrice et la cible sont de nationalités différentes. La revue de la littérature permet d'identifier un certain nombre de variables de contrôle supposées avoir un impact lors des études antérieures. À ces variables, nous avons ajouté des variables liées à la distance au sens large entre la société initiatrice et la société cible. En premier lieu, cette recherche prend en compte la distance géographique entre la cible et l'initiatrice. En effet, Grinblatt et Keloharju (2001) montrent que les actionnaires ont plus de chances de détenir des actions d'une société qui est proche d'eux. Ce résultat remis dans le contexte des opérations de fusions-acquisitions est cohérent avec l'idée selon laquelle ces opérations auront plus de chances d'être financées par des actions lorsque la cible et l'initiatrice sont proches l'une de l'autre géographiquement.

De même, Grinblatt et Keloharju (2001) soulignent l'importance pour l'actionnaire de détenir des actions de sociétés dont le dirigeant est proche de lui culturellement. Nous avons donc décidé d'inclure dans cette étude des variables liées à la distance culturelle entre le pays d'origine de la société initiatrice et le pays d'origine de la société cible. Enfin, des variables liées à la distance économique entre le pays d'origine de la société cible et celui de la société initiatrice ont été prises en compte.

À l'aide d'un modèle logit et d'une procédure de régression séquentielle, nous déterminons les variables spécifiques aux opérations transnationales qui déterminent le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions. À notre connaissance, cette recherche est originale, car aucune étude antérieure n'a essayé d'identifier ces déterminants.

La structure de la thèse est organisée de la façon suivante : le premier chapitre présente une revue de la littérature liée à la question du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions, le second chapitre est consacré à la présentation du cas BNP- Paribas- Société Générale et à l'importance du choix de la méthode de paiement dans cette opération, le troisième chapitre s'intéresse à l'impact du choix de la méthode de paiement et de la tendance du marché des actions sur les rentabilités anormales réalisées par les actionnaires de la société initiatrice lors des acquisitions de sociétés non cotées, le quatrième chapitre propose d'identifier les variables spécifiques aux opérations transnationales influençant le choix de la méthode de paiement et enfin, le cinquième chapitre conclut cette thèse en rappelant les principaux résultats obtenus et propose des recherches complémentaires qui pourraient être conduites dans le futur.

# CHAPITRE 1

## LE CHOIX DE LA MÉTHODE DE PAIEMENT LORS DES OPÉRATIONS DE FUSIONS-AQUISITIONS : LA REVUE DE LA LITTÉRATURE<sup>2</sup>

### 1.1. Introduction

De très nombreux modèles et de très nombreuses théories ont essayé d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions et en premier lieu, les modèles d'asymétrie informationnelle. Comme leur nom l'indique, ces modèles reposent sur l'idée qu'il existe une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les différents acteurs du marché. Autrement dit, les dirigeants ont accès à de l'information privée sur la valeur des titres de la société et ses opportunités d'investissement, chose à laquelle les investisseurs extérieurs à la société n'ont pas accès. Ainsi, s'il contracte avec un agent disposant de plus d'informations que lui, un agent non informé doit faire face à des problèmes de sélection contraire, car il ne sait pas si l'autre agent dispose d'informations positives ou négatives (pour un exemple très célèbre de sélection contraire et une étude des signaux permettant de résoudre ce genre de problème, voir Akerlof (1970)). Les deux premières sections de cet article seront consacrées à ces modèles, la première décrivant en particulier les travaux précurseurs de Myers et Majluf (1984) et la seconde présentant les travaux complémentaires menés par Hansen (1987), Fishman (1989), Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) et Berkovitch et Narayanan (1990).

La fiscalité est également un élément que les dirigeants doivent prendre en compte lors de la détermination de la méthode de paiement. L'imposition des plus-values lors des opérations financées par du *cash* est immédiate, alors qu'elle est différée pour les opérations financées avec des actions. Donc, si la possibilité de différer cette imposition est importante aux yeux des actionnaires de la société cible, la société initiatrice peut être incitée à offrir des actions pour financer l'opération. De même, une société initiatrice peut profiter des pertes et des crédits fiscaux d'une société cible si l'opération est financée grâce à des actions.

---

<sup>2</sup> Ce premier chapitre a été publié, en anglais, dans un ouvrage dirigé par C. Zopounidis (2007). Une version résumée et en français a été publiée dans la revue de mai/juin 2007 de *Banque & Marchés*.

Parallèlement aux modèles reposant sur les asymétries informationnelles et sur la fiscalité, une famille de théories liées d'une part à la propriété managériale et d'autre part au contrôle externe des dirigeants a été développée. Les premières proviennent du fait que le choix de la méthode de paiement influence la structure de propriété des sociétés concernées. Ainsi, on suppose généralement qu'un dirigeant évitera de financer une acquisition avec des titres s'il possède une quantité importante des actions de l'initiatrice, afin de ne pas voir sa participation se diluer au sein de l'entreprise. Inversement, on suppose que le dirigeant de la société cible préférera qu'une acquisition soit financée avec des titres s'il possède une part importante des actions de la cible, afin de conserver du pouvoir et d'augmenter ainsi la probabilité de garder un poste de direction dans la société fusionnée.

La seconde branche de théories fait référence aux contrôles des dirigeants par les actionnaires. Certes, chaque actionnaire possédant une petite partie des actions de la société ne peut se permettre de contrôler les actions des dirigeants, car cela serait trop coûteux financièrement et en temps. Cependant, les investisseurs qui possèdent une partie relativement importante des titres de la société sont incités à contrôler les actions des dirigeants, c'est-à-dire à vérifier la qualité des projets dans lesquels le dirigeant investit, ainsi que la façon dont ces investissements sont financés. Puisque les opérations de fusions-acquisitions financées en actions sont en moyenne mal vues par le marché (elles détruisent de la valeur pour les actionnaires de l'initiatrice), les « grands actionnaires » peuvent faire pression sur les dirigeants de l'initiatrice pour que ceux-ci utilisent du *cash* plutôt que des titres pour financer leurs acquisitions. Dans cette famille de théories, on retrouve également la théorie des *free cash-flows*. Pour Jensen (1986), les sociétés initiatrices possédant d'importants *free cash-flows* ou qui ont une capacité d'endettement suffisante seront prédisposées à réaliser des opérations financées par du *cash* plutôt que par un échange de titres. Dans ce cadre, la dette joue un rôle positif, puisqu'elle permet de réduire les phénomènes d'agence et augmente le contrôle des dirigeants.

Différentes recherches ont également permis de montrer que les performances passées, les opportunités d'investissement et les cycles économiques étaient des éléments de nature à influencer le choix de la méthode de paiement utilisée pour financer l'opération.

Ainsi, pour Weston, Chung et Hoag (1990)<sup>3</sup>, une société disposant d'une équipe de direction efficace et en surnombre peut utiliser ses ressources managériales excédentaires en acquérant une société gérée de façon inefficace à cause d'un manque de ressources de même nature. Dans ce cas, elle peut être incitée à utiliser du *cash*, de façon à convaincre les actionnaires de participer à l'opération et à remplacer l'équipe inefficace par des dirigeants possédant des capacités de planning et de monitoring dont profitera la société cible (Trautwein (1990)). De même, une société initiatrice disposant de bonnes opportunités d'investissement est supposée avoir une probabilité plus importante d'utiliser des actions pour financer son opération, car cette méthode de paiement est moins contraignante que la dette. En effet, l'utilisation de dettes nécessite le versement de *cash-flows* réguliers. Donc, meilleures sont les opportunités d'investissement de l'initiatrice, plus elle sera disposée à utiliser des actions afin de pouvoir en profiter. Plus ses opportunités d'investissement seront faibles, plus elle aura intérêt à financer son opération avec de la dette, puisque les remboursements de la dette ne seront pas investis dans des projets à VAN négative. Certains auteurs ont également montré que les cycles économiques influencent le choix de la méthode de paiement, la probabilité d'un paiement en titres augmentant avec l'activité économique générale.

Selon la théorie de la structure optimale du capital, les dirigeants peuvent choisir la méthode de paiement dans une opération de fusion-acquisition en fonction de la structure du capital de la société résultante après l'acquisition. Dans ce cas, les sociétés riches en *cash* utiliseront du *cash* et les sociétés pauvres en *cash* utiliseront des titres. Par ailleurs, cette théorie suppose que les acquéreurs de sociétés endettées utiliseront des titres, et que les acquéreurs de sociétés possédant une capacité d'endettement utiliseront de la dette.

Une dernière famille de théories s'intéresse aux délais de la mise en place de l'opération. Ainsi, la théorie des délais de contrôle stipule qu'une offre hostile a plus de chances d'être financée avec du *cash*, car une offre en titres nécessite d'obtenir des autorisations. L'obtention de ces autorisations peut être assez longue, ce qui laisse plus de temps aux concurrents pour s'organiser, obtenir de l'information et potentiellement intervenir.

---

<sup>3</sup> Cités par Yanne Gourvil (2002) : « La croissance externe et l'emploi dans les entreprises absorbantes », *Cahier de recherche* n° 2002-07, GREFIGE, Université Nancy 2.

La société cible, quant à elle, a plus de temps pour organiser sa défense, et pour éventuellement trouver un chevalier blanc. La théorie de la minimisation des coûts de renégociations est assez proche de la théorie des délais de contrôle. L'idée, dans ce cas, est de dire que les délais entre l'annonce de l'opération et sa réalisation étant longs, il existe une motivation importante pour les dirigeants à demander une renégociation ex-post des termes du contrat, si la valeur de l'offre faite par l'acquéreur a sensiblement changé par rapport à la valeur de la cible pendant cette période. Le risque est particulièrement élevé lorsqu'il s'agit d'une offre par échange d'actions. Cette renégociation étant coûteuse, la méthode de paiement retenue pour financer une acquisition peut être choisie de façon à minimiser les coûts de renégociation des deux sociétés au moment de l'opération.

L'objet de cette revue de la littérature est de présenter successivement ces théories, en présentant également les différentes études empiriques permettant de les confirmer ou de les infirmer. Les deux premières sections seront consacrées aux modèles d'asymétrie informationnelle. Nous présenterons tout d'abord l'origine de ces modèles ainsi que les travaux de Myers et Majluf (1984) (partie 1), puis les modèles d'asymétrie informationnelle qui leur sont ultérieurs (partie 2). Nous discuterons ensuite de l'impact de la fiscalité sur le choix de la méthode de paiement (partie 3). La quatrième partie de cette étude présentera les théories de la propriété managériale et du contrôle des dirigeants, puis la cinquième sera consacrée aux théories liées aux performances passées, aux opportunités d'investissement et aux cycles économiques influençant le choix de la méthode de paiement. Une sixième partie s'attachera alors à l'étude des modèles faisant le lien entre la structure du capital et le choix de la méthode de paiement. Enfin, avant de présenter les théories expliquant le choix de la méthode de paiement lors des acquisitions de sociétés non cotées, nous étudierons les théories liées aux délais de réalisation des opérations.

## ***1.2. L'origine des modèles d'asymétrie informationnelle et le modèle de Myers et Majluf (1984)***

Les modèles d'asymétrie informationnelle permettant d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des offres publiques ont été développés initialement par Hansen (1987) et Fishman (1989) et s'appuient sur les travaux de Myers et Majluf (1984). Ils supposent une asymétrie informationnelle des deux côtés, ce qui signifie qu'à la fois l'initiateur et la cible ont des informations privées sur leur propre valeur.

Selon ces modèles informationnels, les gains anormaux significativement négatifs pour les opérations en titres ne témoignent pas de la faible performance des investissements, puisque le choix de la méthode de financement dévoile de l'information privée détenue par les offreurs au sujet de la valeur ou des synergies de leur firme. L'objectif de la première section est de présenter le cadre des modèles d'asymétrie informationnelle et le modèle de Myers et Majluf (1984).

### **1.2.1. L'origine des modèles d'asymétrie informationnelle**

Comme l'illustrent Leland et Pyle (1977), un marché sur lequel il n'y aurait pas de transfert d'informations entre les différents acteurs pourrait très mal fonctionner. En effet, si l'on considère le financement de projets dont la qualité est très variable, la valeur de marché doit correspondre à des projets de qualité moyenne, puisque les prêteurs ne peuvent faire la différence entre les bons et les mauvais projets. Pour que les projets de bonne qualité soient financés, il est alors nécessaire que des transferts d'informations aient lieu. L'information sur la qualité du projet peut être transférée grâce à l'observation des actions des dirigeants.

Chez Ross (1977), les dirigeants qui disposent d'un avantage informationnel sont incités à signaler leur information privée à travers le choix de leur niveau d'endettement. Pour les sociétés dont les *cash-flows* sont faibles, il est plus coûteux d'avoir des niveaux d'endettement élevés, car la probabilité de faillite est plus élevée que pour les sociétés dont les *cash-flows* sont élevés. Ainsi, les dirigeants de sociétés dont les *cash-flows* sont élevés peuvent signaler cette information au marché en émettant suffisamment de dettes.

Chez Leland et Pyle (1977), sous certaines conditions, les dirigeants de sociétés de valeur signalent leur qualité en conservant une proportion importante des titres et vont donc financer leurs opérations avec une quantité plus importante de dettes que les dirigeants de sociétés de faible valeur. Un financement par de la dette permet au dirigeant de conserver une part importante de la propriété de la société, mais le fait de détenir une participation importante en titres est coûteux pour les dirigeants ayant une aversion pour le risque. Une participation importante en titres étant moins coûteuse pour un dirigeant de société de qualité, la proportion de titres détenus par les *insiders* est un signal concernant la qualité de la firme.

Comme le montre Blazenko (1987), les projets de qualité sont signalés par l'utilisation de dettes ou de *cash*. En effet, les dirigeants ayant une aversion pour le risque n'utiliseront pas de *cash* s'ils sont contraints d'émettre de la dette pour obtenir du *cash*, à moins qu'ils ne soient persuadés que la qualité des titres de la société cible justifie le risque personnel de perte d'emploi. Autrement dit, puisque les dirigeants ne sont pas favorables à l'utilisation de *cash* comme mode de paiement, le fait qu'ils en utilisent malgré tout peut être un signal concernant le potentiel des titres à acquérir. De nombreux autres modèles d'asymétrie informationnelle ont été développés depuis les travaux de Ross (1977) et de Leland et Pyle (1977) (voir Heinkel (1982), Vermaelen (1984), John (1987), Ravid et Sarig (1991), Brick, Frierman et Kim (1998), Persons (1994, 1997) et McNally (1999)).

De même, il en résulte que, pour certains auteurs, le choix de la méthode de paiement utilisée dans les opérations de fusions-acquisitions peut signaler différents types d'informations pour les investisseurs.

Dans un marché parfait sans asymétrie informationnelle et sans taxe, le moyen de paiement d'une acquisition est sans importance (Modigliani et Miller (1958)) : la division et le niveau des gains associés à la transaction sont les mêmes, que l'acquisition soit financée uniquement par des titres ou par une combinaison de titres et de *cash*. En 1977, Miller a étendu ce résultat dans un monde où les taxes existent. Cependant, du fait des problèmes d'asymétrie informationnelle et des coûts de transaction non nuls, le choix de la méthode de paiement a un impact sur le succès ou l'échec de l'opération et sur les gains qui y sont associés.

### **1.2.2. Les travaux de Myers et Majluf (1984)**

Dans un monde d'asymétrie informationnelle entre dirigeants et investisseurs, les sociétés qui lèvent du capital externe pour financer leurs nouveaux projets doivent faire face à des problèmes de sélections contraires. Les firmes dont les opportunités d'investissement sont faibles peuvent émettre des titres qui imitent ceux qui sont émis par les sociétés qui ont de bonnes opportunités d'investissement. Il en résulte que les titres des sociétés qui ont peu d'opportunités d'investissement seront surévalués, alors que les titres des sociétés qui ont de bonnes opportunités d'investissement seront sous-évalués.

Myers et Majluf (1984) montrent que, dans un monde d'asymétrie informationnelle, le choix de la méthode paiement des sociétés initiatrices lors des acquisitions fournit différentes informations sur l'initiatrice. Les dirigeants qui possèdent de l'information et qui souhaitent agir en respectant l'intérêt de leurs actionnaires actuels utiliseront des titres si ceux-ci sont surévalués. Les dirigeants laisseront de côté certains investissements à Valeur Actuelle Nette (VAN) positives si les titres nécessaires pour financer ces projets sont sous-évalués par le marché. La décision de financer un investissement par des titres va donc être interprétée par le marché de façon négative, si bien que le cours de la société va diminuer lors de l'annonce de l'opération et, de plus, les investisseurs seront incités à diminuer leur évaluation d'une offre en titres, de peur d'acquérir des titres surévalués. Inversement, lorsqu'une offre en *cash* est réalisée, les actifs de la société seront considérés comme étant sous-évalués, ce qui constitue un signal positif pour les investisseurs.

Ce résultat est confirmé par Travlos (1987) qui, à partir de données annuelles de 1972 à 1981, souligne que les opérations financées par échange de titres engendrent des pertes statistiquement significatives pour les actionnaires de la société initiatrice et donc qu'une offre en titres est une « mauvaise nouvelle », et par Tessema (1989) qui, réalisant la même étude, conclut que le marché considère une offre en titres comme étant moins séduisante qu'une offre en *cash*. Les pertes observées pour les opérations financées par des titres ne sont pas liées, selon Tessema (1989), à la réalisation d'opérations à VAN négative, mais au fait que les effets positifs de l'opération sont compensés par les effets informationnels négatifs liés à l'utilisation de titres.

Les études d'Asquith et Mullins (1986), Masulis et Korwar (1986) et Mikkelson et Partch (1986) mettent en évidence une diminution du cours de l'action lors de l'émission de nouveaux titres. Cette chute du cours est cohérente avec l'hypothèse de transmission d'informations négatives d'un financement en titres de Myers et Majluf (1984).

Cependant, comme le fait remarquer Chang (1998), lorsque les sociétés offrent des titres afin d'acquérir des sociétés détenues de façon privée, c'est-à-dire détenues par un petit nombre d'actionnaires, les problèmes d'asymétrie informationnelle décrits par Myers et Majluf (1984) peuvent être atténués grâce à la révélation d'informations privées de la part de l'initiatrice aux actionnaires de la cible.

En outre, les actionnaires de la cible ont intérêt à évaluer les perspectives de la firme initiatrice avec la plus grande attention, car ils vont, à l'issue de l'opération, détenir une quantité importante de titres de la société initiatrice. De ce fait, si les actionnaires de la société cible acceptent des titres, alors les investisseurs extérieurs vont interpréter ce message comme un signal crédible que l'opération va se traduire par une création de valeur ou tout au moins que les titres ne sont pas surévalués (voir section 1.9).

Myers et Majluf (1984) pensent que le problème de sous-investissement peut être évité par l'émission d'un titre moins risqué, c'est-à-dire un titre moins sensible aux erreurs d'estimation de sa valeur. Étant donné ce problème de sous-investissement, il existe une hiérarchie de préférence ou « un ordre hiérarchique » dans l'émission de nouveaux capitaux : les asymétries informationnelles entre les nouveaux investisseurs et les dirigeants qui maximisent la richesse de leurs actionnaires actuels rendent l'émission de titres plus coûteuse que l'émission de dettes. Ainsi, plus le financement est risqué, plus l'effet sur les actions sera négatif c'est pourquoi, en premier lieu, ils utilisent des financements internes, puis de l'endettement, et enfin ils émettent des titres (Myers (1984)). Conformément à cette hypothèse, Nayar et Switzer (1998) montrent que plus la dette utilisée lors de l'acquisition est risquée, moins les effets pour les actionnaires de la société initiatrice seront favorables.

Sung (1993) souligne que, dans les années 1980, toutes choses égales par ailleurs, les offres en *cash* étaient principalement choisies par des sociétés relativement riches en *cash*, alors que les offres en titres étaient plutôt choisies par les sociétés génératrices de *cash* par rapport à leur secteur. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse de l'ordre hiérarchique, mais non avec celle de la théorie du signal.

Le modèle de Myers et Majluf (1984) a fait l'objet de nombreuses études empiriques dont les résultats semblent contradictoires. Alors que les travaux d'Amihud, Lev et Travlos (1990) et de Chaplinsky et Niehaus (1993) vont également dans le sens de la théorie de l'ordre hiérarchique, les travaux de Korajczyk, Lucas et McDonald (1991) semblent contredire cette théorie. De plus, les tests de Rajan et Zingales (1995), de Jung, Kim et Stulz (1996), de Helwege et Liang (1996), de Shyam-Sunder et Myers (1999) et de Fama et French (2002) sont, sous certains aspects, cohérents avec cette théorie alors que pour d'autres aspects, ils y sont opposés.

Selon Nayar et Switzer (1998), alors que certains dirigeants vont effectivement essayer d'utiliser des titres surévalués pour acquérir les titres de la société cible, d'autres peuvent utiliser des titres pour réaliser une acquisition qui est vraiment profitable et non pour exploiter une surévaluation injustifiée de leurs titres. Malheureusement, le marché étant incapable de distinguer ces deux cas de figure, toutes les sociétés qui offrent des titres pour une acquisition vont connaître une diminution du cours de leurs titres lors de l'annonce. La conséquence de ce résultat est que des initiateurs potentiels renoncent à des opérations potentiellement profitables afin d'éviter ce phénomène de sélection contraire et que les initiateurs qui utilisent du *cash* évitent ce problème. Nayar et Switzer (1998) montrent, par ailleurs, conformément aux prédictions de Myers et Majluf (1984) selon lesquels l'utilisation de dettes réduit les effets de la sélection contraire associés à une offre en titres uniquement, que la rentabilité anormale moyenne des offres qui incluent de la dette comme méthode de paiement est supérieure à celle observée pour les autres méthodes de paiement. Enfin, une fois contrôlés l'impact de la fiscalité et le risque de la dette, plus la proportion de titres utilisés lors de l'acquisition est importante, plus la réaction du marché sera favorable. Cela peut indiquer que l'émission de titres, pour contrebalancer l'augmentation du niveau d'endettement lié à l'opération, améliore la position de l'actionnaire. Cette augmentation du nombre d'actions, si elle est accompagnée par une émission de dette, n'est pas vue comme une tentative des managers d'exploiter l'information privée afin d'utiliser une possible surévaluation de titres. Au contraire, le marché peut voir l'acquisition comme un phénomène dans lequel les méthodes de paiement permettent de réaliser des ajustements de partage des risques.

Selon Jensen et Ruback (1983), puisque la grande majorité des offres publiques sont financées avec du *cash*, alors que la plupart des fusions sont financées par échange de titres, la théorie informationnelle suppose que la rentabilité associée aux offres publiques est plus élevée que celle associée aux fusions. Ainsi, la différence mise en évidence entre les fusions et les offres publiques lors des études empiriques pourrait simplement refléter les effets informationnels opposés de la méthode de paiement associée au mode d'acquisition.

Moeller, Schlingemann et Stulz (2003) montrent que les acquisitions réalisées par les sociétés de petite taille sont profitables, mais que celles-ci réalisent de petites acquisitions dont les gains estimés en dollars sont faibles (au total, les gains des petites sociétés atteignent 8 milliards de dollars dans leur échantillon). À l'inverse, les sociétés de grande taille réalisent d'importantes pertes (de l'ordre de 226 milliards de dollars dans leur échantillon).

Les acquisitions sont donc destructrices de valeur pour les actionnaires de la société initiatrice, puisque les pertes réalisées par les grandes sociétés lors de telles opérations sont significativement plus importantes que les gains réalisés par les petites sociétés. Ces résultats semblent contredire l'idée selon laquelle la décision de l'initiatrice de payer avec des titres est un signal indiquant que les dirigeants de l'initiatrice pensent que le titre de leur société est surévalué. En effet, si cette explication était valable, il n'y aurait aucune raison de trouver une différence de rentabilité anormale entre les petites sociétés initiatrices et les grandes.

Par ailleurs, les modèles d'asymétrie informationnelle sont quelque peu mis à mal par Cornett et De (1991) qui, lors d'une étude sur les fusions de banques inter-état entre 1982 et 1986, soulignent pour les actionnaires des sociétés initiatrices une rentabilité anormale positive et significative au niveau de 1% pour les offres en *cash*, en titres et mixtes. Ce résultat contredit les études précédentes sur le sujet et semble incohérent avec la théorie de l'asymétrie informationnelle. Les auteurs proposent deux explications : soit l'asymétrie informationnelle ne joue pas un rôle aussi important dans le secteur bancaire que dans le secteur non bancaire, soit pour une banque, un financement en titres est une « bonne nouvelle », puisque c'est un signal qui souligne que la banque initiatrice possède des qualités dans la gestion de ses actifs car selon les règles de contrôle, une fusion inter-état dans le domaine bancaire nécessite l'approbation des organismes de contrôle sur ce point. À l'inverse, Harris, Franks et Mayer (1987) constatent empiriquement que pour les sociétés initiatrices, les offres en *cash* créent des performances post-acquisitions bien meilleures que les opérations financées par des titres. Ce résultat est cohérent avec la théorie de l'asymétrie informationnelle.

Comme le souligne Yook (2003), la disparité d'informations entre la direction et les investisseurs extérieurs lors des opérations d'acquisitions de sociétés devrait être plus complexe que celle qui existe sur le marché de l'offre de nouveaux titres : la valeur des actifs de la société résultante doit être la source principale d'asymétrie informationnelle sur le marché des acquisitions de sociétés. Les dirigeants prétendent presque tout le temps que l'opération crée de la valeur pour les actionnaires. Cependant, comme la quantité de synergie n'est pas mesurable par les actionnaires, une acquisition crée une importante incertitude concernant les performances d'exploitation de l'entité fusionnée. Il est donc logique de supposer que l'asymétrie informationnelle sur le marché des acquisitions concerne principalement les synergies de l'opération et l'évaluation de l'entité fusionnée plutôt que les actifs de l'offreur.

Bien que la méthode de paiement affecte probablement la valeur de la firme, ce n'est vraisemblablement pas l'unique considération prise en compte dans la décision d'acquisition. Les dirigeants doivent d'abord réfléchir à l'opportunité d'acquérir une entreprise particulière, puis la méthode de paiement doit être déterminée. Cependant, parce que les dirigeants peuvent mieux estimer l'impact d'une acquisition sur les produits, les opportunités d'investissement, les stratégies et les marchés de l'entreprise, ils donnent de l'information sur les synergies à attendre de l'opération par leur choix de mode de paiement. Autrement dit, ils offriront du *cash* s'ils pensent que leur estimation des synergies est supérieure à celle du marché.

Davidson et Cheng (1997) obtiennent des résultats incohérents avec l'hypothèse informationnelle dans une étude fondée sur 219 opérations réalisées aux États-Unis entre 1981 et 1987. Ils pensent en effet qu'après avoir contrôlé l'impact de la prime, la méthode de paiement devrait demeurer un déterminant significatif des gains, si effectivement une offre en *cash* réduit les coûts d'asymétrie informationnelle supportés par les actionnaires de la société cible. Ils montrent que les sociétés cibles acquises grâce à du *cash* perçoivent en moyenne 39,93% de la prime et que celles qui sont acquises grâce à des titres en perçoivent en moyenne 29,25%. Cependant, une fois contrôlés l'impact de la taille de la société cible par rapport à celle de la société initiatrice, les *cash-flows* non distribués, les offres multiples et la prime, ils montrent que la méthode de paiement n'est pas liée à la rentabilité anormale. Ainsi, pour les auteurs, les offres en *cash* ne contiennent aucune information supplémentaire, ne créent pas de valeur supplémentaire et ne semblent pas plus réduire le problème d'asymétrie informationnelle que les offres en titres.

### **1.3. Les modèles d'asymétrie informationnelle ultérieurs à Myers et Majluf (1984)**

Suite aux travaux de Myers et Majluf (1984), de nombreux autres modèles d'asymétrie informationnelle ont vu le jour. Parmi eux, on trouve : le modèle de négociation avec informations asymétriques d'Hansen (1987) et son extension développée par Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990), le modèle d'offre anticipée de Fishman (1989), ainsi que le modèle d'asymétrie informationnelle avec compétition de Berkovitch et Narayanan (1990). L'objectif de cette section est de présenter succinctement ces différents modèles et les principaux travaux empiriques qui ont été menés pour tester leur validité.

### 1.3.1. Le modèle d'Hansen (1987)

Hansen (1987) a développé un modèle de négociation avec informations asymétriques. Il suppose qu'un offreur a un accès monopolistique à l'information concernant la valeur réelle de la fusion. La stratégie optimale de l'offreur est de faire une offre unique. Lors des opérations en *cash* et lorsque la cible a de l'information privée sur l'état de ses actifs, un problème peut survenir : la cible acceptera de vendre ses titres uniquement si leur valeur est inférieure à l'offre faite.

L'offreur peut alors utiliser ses propres actions à la place du *cash*, car elles ont un effet de fixation de prix contingent qui, pour le même coût pour l'offreur, incite la cible à accepter l'offre dans tous les cas où elle aurait accepté une offre en numéraire identique. En effet, la principale différence entre une offre en *cash* et une offre en titres est que la valeur d'une offre en titres dépend de la rentabilité de l'acquisition, alors que pour une offre en *cash*, ce n'est pas le cas. Cependant, si on admet que la firme initiatrice peut avoir de l'information privée sur sa valeur, cela provoque une double difficulté : l'initiatrice n'offrira pas de titres si la cible sous-estime la valeur de l'offre (c'est-à-dire si l'initiatrice est convaincue que ses actions valent plus que ce que pense la société cible). Il s'agit dans ce cas à nouveau d'un problème de sélection contraire qui incite la cible à réduire son évaluation des titres de l'initiatrice.

Un équilibre peut néanmoins survenir (dans le cas d'une double asymétrie) si l'acquéreur offre des titres quand ils sont surévalués et qu'il offre du *cash* quand ils sont sous-évalués. La cible utilise alors le moyen de paiement ainsi que la valeur de l'offre comme signal de la valeur de la firme initiatrice. L'acquéreur, étant donnée la stratégie de la cible, choisit de façon optimale le moyen de paiement et la quantité de titres offerts d'une façon qui confirme l'estimation de l'évaluation réalisée par la cible.

L'étude d'Hansen (1987), fondée sur une comparaison de moyennes dans un échantillon composé de 46 opérations financées par des titres uniquement et de 60 opérations financées par du *cash* uniquement, ne confirme que faiblement son modèle. La première implication de ce modèle est la création du lien entre la probabilité que l'initiateur n'offre que du *cash* ou que des titres avec la taille et le niveau d'endettement de l'initiatrice et de la cible.

Dans le cadre du modèle d'Hansen (1987), la probabilité d'une offre en titres est inversement corrélée à la taille de l'initiateur par rapport à la taille de la cible, car les caractéristiques contingentes de fixation de prix des titres dépendent de la taille de l'actif de la cible par rapport à celle de l'initiatrice. De plus, lorsque la dette est incorporée à ce modèle, la probabilité d'un échange de titres augmente avec l'endettement de l'initiatrice et diminue avec celui de la cible. Plus l'*equity* de la cible est important par rapport à l'*equity* de l'initiatrice, plus l'effet contingent de la fixation de prix des titres est fort.

Ce modèle prédit donc que plus la cible est grande, plus les problèmes d'asymétrie informationnelle seront importants. Dès lors, si la cible représente un poids important par rapport à la société initiatrice, cette dernière utilisera avec une probabilité plus importante des titres comme méthode de paiement. Martin (1996) a testé cette hypothèse selon laquelle plus la taille de l'initiatrice augmente, plus la probabilité d'un financement en titres diminue, et plus la taille de la cible augmente, plus la probabilité d'un financement en *cash* augmente<sup>4</sup>. Il montre que la taille relative de la cible, mesurée par le ratio montant payé pour l'acquisition sur la valeur de marché de la société initiatrice lors des 20 jours précédant l'annonce, n'est pas significative au seuil de 5%. Ces résultats suggèrent donc qu'il n'y a pas de relation évidente entre la taille relative de la cible par rapport à l'initiatrice et la méthode de financement dans les opérations de fusions-acquisitions.

Cependant, les travaux de Grullon, Michaely et Swary (1997) contredisent les résultats empiriques de Martin (1996) puisqu'ils trouvent que, dans le secteur bancaire, plus la taille de la cible par rapport à celle de l'initiatrice est importante, plus la probabilité d'un financement en titres ou en une combinaison de titres et de *cash* est importante.

Une troisième étude, menée par Ghosh et Ruland (1998) confirme les résultats de Martin (1996). En effet, grâce à un modèle logit, ils trouvent que la taille relative de la cible ne diffère pas de façon significative selon la méthode de paiement. Ils expliquent ce résultat par le fait que les dirigeants des sociétés cibles de taille importante préféreront obtenir des titres de façon à conserver du pouvoir dans la société résultante. Au contraire, les dirigeants de la société initiatrice ont une incitation assez forte à proposer du *cash* pour financer leur acquisition s'ils ne souhaitent pas diluer leur propriété actuelle. Du fait de ces deux motivations opposées, il en résulte, selon Ghosh et Ruland (1998), une absence de lien net entre la taille relative des deux sociétés et la méthode de paiement retenue pour financer l'opération.

---

<sup>4</sup> Pour une synthèse des travaux empiriques menés pour tester la validité du modèle d'Hansen (1987), voir tableau 8 en annexe.

En revanche, Zhang (2001), sur un échantillon composé d'opérations ayant eu lieu au Royaume-Uni, montre que plus la taille de la cible est importante par rapport à celle de l'initiatrice, plus la probabilité d'un financement en titres est élevée.

Les prédictions du modèle d'Hansen (1987) sont également confirmées par Noronha et Sen (1995), qui montrent que la probabilité d'une opération financée par des titres est négativement corrélée au *debt-to-asset ratio* et positivement corrélée à l'endettement de l'offreur et par Houston et Ryngaert (1997) qui montrent que, de façon cohérente avec les travaux d'Hansen (1987), des élasticités élevées (c'est-à-dire des paiements en titres) sont plus probables lorsque la cible est de taille importante et lorsque la corrélation entre les gains de la cible et de l'initiatrice est élevée.

### **1.3.2. Le modèle de Fishman (1989)**

Dans son modèle, Fishman (1989) met l'accent sur le rôle du moyen de paiement dans la compétition anticipée pour l'obtention d'une même société par plusieurs concurrents. Si un acquéreur potentiel fait une offre, les autres acquéreurs potentiels examinent cette offre, recherchent de l'information quant à sa rentabilité potentielle et, éventuellement, entrent dans la lutte pour le contrôle de la cible. Une offre anticipée doit donc permettre d'éviter cette concurrence car, dans le cas d'une compétition entre plusieurs acquéreurs potentiels, les gains de la cible augmentent, alors que ceux de l'acquéreur final diminuent (Berkovitch et Narayanan (1990), Bradley, Desai et Kim (1988) et De, Fedenia et Triantis (1996)). Si une société a proposé une évaluation importante pour la cible, son adversaire peut avoir à faire face à une faible probabilité de gagner, et s'il gagne cette lutte pour le contrôle de la cible, à de faibles gains espérés. Ainsi, si l'offreur initial envoie un signal de forte évaluation, il peut éviter la compétition. Le fait qu'une offre élevée témoigne d'une forte évaluation et que cela puisse servir à devancer la compétition a été montré par Fishman (1988) sur des échantillons constitués d'offres en *cash* uniquement.

Tout comme l'offreur, la société cible est supposée avoir accès à l'information privée sur la rentabilité de l'acquisition. Dans ce cas, les offres en titres deviennent une alternative intéressante aux offres en *cash*. Supposons que l'offreur propose une forte somme si les informations de la cible indiquent une acquisition profitable, et un faible paiement dans le cas contraire. Cela conduit la cible à prendre une décision efficiente étant données ses informations. Par contre, si l'information n'est pas vérifiable, l'opération n'est pas réalisable. L'alternative est alors d'avoir recours à une offre en titres. Plutôt que de rendre l'offre dépendante de l'information de la cible concernant les *cash-flows* futurs, la valeur d'une offre en titres est dépendante des *cash-flows* eux-mêmes. Si elle est construite correctement, une offre en titres incite la cible à prendre une décision efficiente. Par opposition, une offre en numéraire n'est pas dépendante des futurs *cash-flows* de la cible.

Fishman a développé un modèle d'offre anticipée. À l'équilibre, les titres sont offerts par les sociétés évaluant faiblement la cible, et du *cash* est offert par les offreurs évaluant fortement la cible. L'avantage d'une offre en titres est d'inciter l'offreur à prendre une décision efficiente. L'avantage d'une offre en *cash* est, qu'à l'équilibre, elle sert à décourager une compétition potentielle en envoyant un signal de forte évaluation. Ce modèle a différentes implications :

1. Les résultats attendus par un offreur sont plus faibles s'il utilise des titres plutôt que du *cash* lors de sa première offre.
2. La probabilité qu'il existe une compétition pour la cible entre différents offreurs est plus élevée si l'offre initiale est en titres plutôt qu'en *cash*.
3. La probabilité que la direction de la cible refuse une offre est plus importante si la méthode de paiement retenue est des titres plutôt que du *cash*.
4. Plus le coût d'étude de la cible est important, plus l'offre initiale aura de chances d'être en *cash* et moins il y aura de chances qu'il existe une compétition entre offreurs.

Dans les deux modèles, l'intérêt d'utiliser des titres est lié à leur effet contingent. La différence entre eux réside dans l'intérêt d'utiliser du *cash*. Chez Hansen (1987), les offreurs paieront en *cash* s'ils pensent que les titres sont sous-évalués. Chez Fishman (1989), ils paient en *cash* afin de signaler une évaluation importante de la cible et de décourager une compétition potentielle avec d'autres offreurs.

Dans son article, Fishman (1989) ne propose pas d'étude empirique<sup>5</sup>. En revanche, Franks, Harris et Mayer (1988) rapportent que sur la période 1955-1985, contrairement aux prédictions de Fishman (1989), la compétition est plus élevée lors des offres en *cash* que lors des offres en titres. Chowdhry et Nanda (1993) supposent également que l'initiatrice et la cible possèdent de l'information privée, mais travaillent uniquement sur les offres en *cash* et en titres. Ils mettent en évidence que la présence d'obligataires dans la société initiatrice et l'utilisation de dette comme méthode de paiement permet aux offreurs de faire des offres plus agressives, puisqu'une partie des coûts d'acquisition est supportée par les obligataires existants, ce qui peut dissuader des offreurs potentiels d'entrer dans la compétition. Un coût peut cependant exister lorsque la compétition entre les offreurs a lieu malgré l'effet dissuasif. Dans ce cas, en effet, il en résulte une guerre d'enchère entre les offreurs, qui peut conduire les différents « belligérants » à offrir une prime excessive, c'est-à-dire plus élevée que l'évaluation de la cible.

Les travaux de Dodd (1980) semblent vérifier les prédictions de Fishman (1989) plutôt que celles d'Hansen (1987).

Cornu et Isakov (2000) montrent que les offres en *cash* sont plus souvent associées à une compétition entre les offreurs que les offres en titres, car elles sont par définition plus agressives, étant donné qu'elles sont souvent utilisées dans le cadre d'opérations hostiles. En revanche, ils soulignent que les offres en *cash* permettent de signaler une évaluation élevée de l'initiateur, même s'il s'ensuit une compétition entre les acquéreurs. Les offres en *cash* ont donc un pouvoir dissuasif plus important que les titres. Ils montrent, par ailleurs, de façon théorique et empirique, que la probabilité d'avoir une compétition lors d'une opération hostile est plus faible après une offre en *cash* qu'après une offre en titres. Il s'ensuit donc que les gains associés à l'offreur initial sont plus élevés lors d'une opération financée par du *cash*. Ces résultats confirment ainsi les travaux de Fishman (1989).

Chemmanur et Paeglis (2002) montrent, à partir d'un modèle qui teste directement l'asymétrie informationnelle des deux cotés concernant le choix de la méthode de paiement par l'acquéreur lors de l'acquisition, que les acquéreurs qui utilisent des titres sont effectivement surévalués, et ils trouvent des éléments permettant de montrer que les acquéreurs qui utilisent du *cash* sont sous-évalués. Ils prouvent que ces erreurs d'évaluation influencent le choix de la méthode de paiement.

---

<sup>5</sup> Pour une synthèse des travaux empiriques, voir tableau 8 en annexe.

Concernant les sociétés cibles, ils soulignent que les réflexions sur les offres préemptives dominent les réflexions sur l'effet contingent ; en particulier, qu'un niveau plus élevé d'asymétrie informationnelle au sujet de la cible conduit à une probabilité plus importante que du *cash* soit utilisé comme méthode de paiement. Leur étude, contrairement à celles qui ont été réalisées préalablement, montre que le *cash* dissuade les acquéreurs potentiels d'entrer dans la compétition. Enfin, ils trouvent des résultats contradictoires avec la théorie de la taille relative d'Hansen (1987).

À partir des travaux de Fishman (1989), Nayar et Switzer (1998) ont étudié l'utilisation de la dette comme méthode de paiement employée par les sociétés initiatrices lors de leurs acquisitions. Fishman (1989) affirme en effet que la dette a également un effet de prix contingent, car tout comme dans le cas d'actions, les actionnaires sont contraints de recevoir un titre de la firme après l'opération. Bien que la dette soit moins sensible que les actions, la valeur finale du titre de créance reçu par les actionnaires de la cible dépend de la profitabilité future de l'opération. Il existe donc une importante distinction entre les acquisitions financées par de la dette et celles qui sont financées par du *cash*, puisque, quelque soit la façon dont l'argent a été levé (augmentation de capital, dette ou autofinancement), les actionnaires ne disposent plus de titres dans la société après l'opération, si bien qu'une offre en *cash* n'a pas d'effet contingent sur le prix.

### **1.3.3. Le modèle d'Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990)**

Le modèle d'Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) est une extension du modèle développé par Hansen (1987)<sup>6</sup>. Selon ce modèle, une asymétrie informationnelle des deux côtés entre l'initiateur et la cible peut conduire à un mélange optimal de *cash* et de titres comme mode de règlement. Les auteurs mettent en évidence un « équilibre séparant » pour lequel la valeur réelle de post-acquisition de l'initiatrice est révélée à la cible par la composition de l'offre mixte, et est croissante avec le montant de *cash* offert. Ils affirment que la rentabilité anormale de la société initiatrice a deux origines : il existe une composante réévaluation de synergies et une composante signal. Selon leur modèle, un paiement en *cash* n'implique aucun signal. Les rentabilités anormales de l'initiatrice sont liées à la réévaluation de synergies. Dans le cas d'offres en titres, c'est l'inverse : les rentabilités anormales sont le résultat du signal de l'offre. C'est uniquement dans le cas d'une offre mixte qu'il existe conjointement un effet signal et un effet réévaluation de synergies.

---

<sup>6</sup> Pour une synthèse de l'étude empirique, voir tableau 8 en annexe.

Ils affirment par ailleurs que le prix des actions de la cible augmente lors de l'annonce de l'acquisition d'un montant qui est indépendant du mode de paiement retenu. Ce résultat est dû au fait que l'offreur est contraint de faire une offre acceptable pour tous les types de cibles si bien qu'il n'y a pas de séparation entre les différentes cibles.

Au contraire, chez Fishman (1989), la réaction du cours de la cible à l'annonce de l'acquisition est ambiguë. Le cours des actions de la cible réagira de manière positive à l'offre en *cash*, uniquement si l'offre en *cash* préemptive est supérieure à la valeur attendue de la cible. Une telle ambiguïté existe également chez Hansen (1987).

Dans les modèles précédents de Fishman (1989), Hansen (1987) et dans celui d'Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990), les offreurs, dont l'information privée est favorable, utilisent du *cash* comme méthode de paiement, ce qui permet d'expliquer pourquoi le cours des actions des offreurs réagit plus favorablement à l'annonce d'une offre en *cash* plutôt qu'à l'annonce d'une offre en titres.

Le modèle est ensuite testé de façon empirique sur un échantillon de 182 opérations canadiennes parmi lesquelles 56 ont pour méthode de paiement un mélange de *cash* et titres. La rentabilité anormale observée est significativement plus élevée et positive pour les offres mixtes que pour les offres uniquement en titres et les offres uniquement en *cash*. Cependant, les résultats empiriques ne permettent pas de confirmer les prédictions du modèle.

#### **1.3.4. Le modèle d'asymétrie informationnelle avec compétition de Berkovitch et Narayanan (1990)**

Le modèle de Berkovitch et Narayanan (1990) étudie le rôle du moyen de paiement dans la compétition entre les offreurs et son effet sur les gains des actionnaires de la cible et de l'initiatrice<sup>7</sup>. La théorie du rôle du moyen de paiement dans la compétition entre les offreurs que Berkovitch et Narayanan proposent est cohérente avec les travaux précédents. Dans ce modèle, il y a deux types d'acquéreurs : les acquéreurs de type élevé et les acquéreurs de type faible.

---

<sup>7</sup> Pour une synthèse de l'étude empirique, voir tableau 9 en annexe.

La valeur de la société résultante pour les acquéreurs de type élevé est plus importante que la valeur de la société résultante pour ceux de type faible. Un offreur potentiel fait une offre avec un moyen de paiement donné que la cible peut rejeter ou accepter. Si l'offre est rejetée, il existe un délai pendant lequel aucune nouvelle offre ne peut être réalisée. Pendant ce temps-là, d'autres offreurs potentiels peuvent entrer dans la bataille. Si cela est effectivement le cas, il existe une compétition entre les deux acquéreurs potentiels et l'offre la plus élevée peut être acceptée ou rejetée par la cible. Si l'offre est rejetée, le processus se répète après un nouveau délai.

On se place donc dans un cadre d'asymétrie informationnelle où la cible reçoit une somme plus importante si elle est acquise par un acquéreur de type élevé, mais perçoit une proportion plus importante des synergies si elle est acquise par un acquéreur de type faible. En effet, l'acquéreur de type faible fera face à une compétition plus importante qu'un acquéreur de type élevé et, de ce fait, il sera disposé à offrir à la cible une proportion plus importante des synergies créées.

Si l'acquéreur connaît le type d'acquéreur auquel il appartient, alors il existe un unique « équilibre séquentiel séparant », dans lequel l'acquéreur de type élevé utilise une somme en *cash* plus élevée et l'acquéreur de type faible utilise une proportion plus élevée de titres. La valeur des offres est la même que dans le cas d'information symétrique. Comme la fraction de synergie offerte par les acquéreurs de type faible est plus élevée que celle offerte par les acquéreurs de type élevé, ces derniers n'ont aucun intérêt à imiter les premiers en offrant des titres. De même, puisque la valeur de l'offre faite par les acquéreurs de type faible est plus faible que celle faite par les acquéreurs de type élevé, les premiers n'ont pas intérêt à imiter les derniers en offrant du *cash*. Tout comme dans le modèle de symétrie informationnelle, les offres sont acceptées sans délais.

Le modèle d'asymétrie informationnelle avec compétition de Berkovitch et Narayanan (1990) permet d'étudier l'interaction entre les offreurs informés et la cible non informée. La structure dynamique du modèle permet de mettre en évidence que :

1. Dans les opérations financées avec un mélange de *cash* et de titres, plus le montant de *cash* est important, plus les rentabilités anormales des actionnaires de la cible et de l'initiatrice sont élevées.

2. La proportion de synergie capturée par la cible diminue avec le niveau total de synergie. Cependant, plus la proportion de *cash* est importante, moins la proportion de *cash* capturée par la cible est forte.
3. Le montant total de synergie capturée par la cible augmente avec le niveau total de synergie et la proportion de *cash*.
4. Lorsque la compétition (qu'elle soit réelle ou potentielle) augmente, la proportion de synergie capturée par la cible augmente. Les *payoffs* de la cible sont plus élevés lorsque la compétition est réelle plutôt que potentielle.
5. Lorsque la compétition potentielle augmente, le montant de *cash* utilisé pour financer le rachat augmente. De plus, le montant de *cash* augmente si les *payoffs* de la cible sont une fonction concave des synergies.
6. Dans le cas d'une compétition réelle, toutes les sociétés, sauf celles du type le plus faible, font des offres en *cash*. Il en résulte que les offres en *cash* uniquement sont plus probables que les offres mixtes et que les offres en titres uniquement.

De, Fedenia et Triantis (1996) ont montré que les offres uniquement en *cash* et celles uniquement en titres étaient plus disputées que les offres mixtes. De plus, les auteurs n'ont pu apporter la preuve que les offres en *cash* génèrent plus ou moins de compétition que les offres en titres. Ces résultats vont donc à l'encontre des théories de Fishman (1989) et de Berkovitch et Narayanan (1990).

#### **1.4. L'impact de la fiscalité sur le choix de la méthode de paiement<sup>8</sup>**

De nombreux auteurs soulignent que le choix de la méthode de paiement est influencé par la fiscalité. L'avantage lié à la fiscalité d'une méthode correspond à un désavantage pour l'autre méthode. Les offres en *cash* sont considérées comme imposables immédiatement pour les actionnaires de la cible. Ainsi, une offre en numéraire nécessite le versement d'une prime plus élevée afin de compenser cette hausse de l'imposition. Inversement, les offres en titres sont généralement non imposables jusqu'au moment où les titres reçus sont vendus. Aux États-Unis et en France, pour bénéficier de cet avantage, il faut que l'offre soit au moins composée de 50% de titres.

---

<sup>8</sup> Pour une synthèse des travaux empiriques testant l'hypothèse fiscale, voir tableau 9 en annexe.

Ainsi, bien que les opérations financées par du *cash* aient un avantage sur les opérations financées par des titres du point de vue de l'initiateur, elles nécessitent le versement d'une prime plus élevée. L'amortissement de ces *goodwills* va faire chuter artificiellement les gains de l'initiatrice. D'un point de vue fiscal et en ignorant les effets de signal, les actionnaires de l'initiatrice préféreront une offre en *cash* si la prime offerte aux actionnaires de la cible n'est pas supérieure aux avantages fiscaux de l'échange. Les dirigeants seront favorables à un échange de titres de manière à éviter la diminution artificielle des gains liés à l'amortissement du *goodwill* (Blackburn, Dark et Hanson (1997)).

L'attractivité d'une société cible augmente si elle a accumulé des pertes et des crédits fiscaux. Comme le rappellent Noronha et Sen (1995) ainsi que Brown et Ryngaert (1991), pour qu'une entreprise puisse hériter des aspects favorables de la fiscalité, il faut qu'il y ait « continuité d'intérêt ». Du point de vue légal, deux conditions doivent être réunies. La première est la continuité de l'investisseur : la majorité des actions de la cible doit être acquise en échange de titres de la société initiatrice. Les actionnaires de la cible seront donc partiellement propriétaires de l'entité fusionnée. La seconde est la continuité des opérations de la cible : l'acquisition doit avoir un but légitime, comme l'attestera une prolongation de l'activité de la cible après la fusion.

Si ces conditions sont vérifiées, la fusion devient exempte d'impôt : les pertes ou les gains des actionnaires de la cible peuvent être reportés et les caractéristiques fiscales de la cible héritées. La notion de continuité d'intérêt s'applique également à l'imposition des sociétés. Dans une opération non taxable, les crédits d'impôt non utilisés par la cible et les *carryovers* peuvent être déduits des revenus imposables de la future société, puisque les actionnaires ont conservé une propriété suffisante. Dans une offre imposable, les droits de propriété sont considérés vendus, et l'offreur a le droit d'augmenter la base de dépréciation des actifs achetés.

Les règles fiscales américaines permettent de reporter en arrière les pertes d'exploitation nettes pendant 3 ans et de les reporter en avant pendant 15 ans. La valeur actuelle de ce *carryover* est faible à moins que la firme n'ait été suffisamment profitable avant et après les pertes. Cependant, la valeur de ces caractéristiques fiscales est accrue lorsque les pertes sont transférées à une firme initiatrice qui possède d'importants gains avant impôt.

Comme le rappellent Huang et Walkling (1987), la méthode de paiement affecte également le traitement comptable et a des implications fiscales pour l'acquéreur. Les principaux traitements comptables pour les acquisitions sont la méthode du *pooling of interest* (ou de la mise en commun d'intérêt) et celle du *purchase accounting* (ou méthode du coût d'acquisition). Cette première technique permet à l'acquéreur d'inscrire l'acquisition dans les comptes du groupe sur la base des valeurs comptables. Les actions émises par l'initiatrice sont alors inscrites au bilan pour le montant comptable des capitaux propres de la cible. En France, pour que cette technique puisse être utilisée, il est nécessaire que la transaction ait été effectuée en une seule fois et qu'elle inclue au moins 90% du capital de la société cible, que le paiement soit effectué au travers de l'émission de nouvelles actions et que la substance de la transaction ne soit pas remise en cause dans les deux années suivant l'opération. Les normes IAS exigent en plus qu'aucun acquéreur ne puisse être identifié. Aux États-Unis, cette pratique est désormais abolie. À l'inverse, lorsque l'acquisition est financée par plus de 10% de *cash* ou assimilé (certificat de valeur garantie, etc.) on applique la technique du *purchase accounting* : le passif et l'actif de la société cible sont alors réévalués et le *goodwill* (ou l'écart d'acquisition) est amorti sur une période plus ou moins longue parmi les immobilisations incorporelles. Cette technique est devenue la norme d'enregistrement du rapprochement de deux entreprises aux États-Unis.

Du point de vue conceptuel, ces deux méthodes devraient être équivalentes puisqu'elles n'affectent pas les *cash-flows* futurs de la société initiatrice : l'amortissement du *goodwill* réduit les gains déclarés, mais n'est pas déductible fiscalement. Cependant, comme le soulignent Huang et Walkling (1987), le choix de la méthode de paiement peut être lié à la façon dont sont rémunérés les dirigeants. Ainsi, les dirigeants, dont la rémunération est indexée directement sur des mesures de performance comptables, préféreront éviter l'amortissement du *goodwill*.

Pour Erickson et Wang (1999), certains dirigeants qui utilisent des titres comme méthode de paiement peuvent être incités à utiliser de façon agressive les *discretionary accruals*, c'est-à-dire les charges calculées non décaissées (telles que les dotations aux amortissements et aux provisions par exemple), afin de faire croître temporairement et de façon artificielle la valeur des titres de leur société et donc de réduire le coût effectif de leurs acquisitions<sup>9</sup>. Ces gains sont appelés *earnings management*.

---

<sup>9</sup> Le ratio étant inversement corrélé au cours des actions de la société, la société initiatrice a intérêt à augmenter les gains comptables avant l'opération de façon à faire croître son cours de bourse.

Leur étude empirique confirme cette hypothèse et montre que les gains liés aux manipulations comptables augmentaient avec la taille relative de la société initiatrice. Si les dirigeants ont effectivement recours à l'utilisation de *discretionary accruals*, on devrait constater une chute de la performance d'exploitation, car les procédures comptables contraignent les *accruals* à s'inverser avec le temps. Loughran et Vijh (1997) montrent d'ailleurs à ce sujet, en examinant les rentabilités de pré-acquisition et de post-acquisition d'un échantillon de 947 acquisitions que, certes, les actionnaires de la société cible réalisent des gains pour toutes les acquisitions lorsqu'ils vendent peu de temps après la date effective d'acquisition, mais ceux qui conservent les titres reçus comme paiement voient leur gains diminuer avec le temps. Pire même, pour le premier quartile du ratio cible sur initiatrice, les auteurs trouvent des gains négatifs<sup>10</sup>.

À l'inverse, Heron et Lie (2002) mettent en évidence dans leur échantillon qu'il n'y a pas de preuves de tels phénomènes en ce qui concerne les trois années précédant l'acquisition. De plus, contrairement à Erickson et Wang (1999), ils ne trouvent pas de différences dans l'utilisation des *discretionary accruals* selon le mode de financement utilisé (*cash*, titres ou offres mixtes) par l'initiatrice.

Wansley, Lane et Yang (1983) ont étudié conjointement la fiscalité et la méthode de paiement. Ils montrent que des différences de gains existent selon la méthode de paiement choisie: la rentabilité anormale moyenne en  $t_0$  pour les offres en *cash* est significativement supérieure à celle aux offres en titres. Les résidus pour les offres en *cash* sont supérieurs à ceux de l'offre en titres dès le 23<sup>e</sup> jour précédant l'annonce et cette différence augmente jusqu'au jour d'annonce. Lors des 41 jours ouvrables suivant l'annonce de l'acquisition, ils obtiennent des rentabilités anormales cumulées moyennes pour la société cible de 33,54% lorsque l'opération est financée par du *cash*, de 17,47% lorsque l'opération est financée par des titres et de 11,77% pour les offres mixtes. L'explication avancée pour expliquer l'important écart entre les offres en *cash* et celles en titres est attribuée à l'impact de la fiscalité. En effet, ils expliquent que les gains plus élevés obtenus par les actionnaires des sociétés cibles dans le cadre des opérations financées par du *cash* compensent le poids de la fiscalité supplémentaire.

---

<sup>10</sup> Ce quartile représente le cas où la cible représentait au moins 64 % de la taille de l'initiatrice.

Harris, Franks et Mayer (1987) notent également que les offres en *cash* produisent des rentabilités anormales supérieures pour les sociétés cibles. À partir d'un échantillon composé de 2 500 acquisitions ayant eu lieu au Royaume-Uni et aux États-Unis entre 1955 et 1985, ils montrent que, dans les deux pays, les offres uniquement en *cash* et les offres uniquement en titres ont été les méthodes de paiement les plus largement utilisées lors des opérations de fusions-acquisitions. Ils expliquent ce phénomène par le fait que les actionnaires qui se soucient de la taxation de leurs gains en capital seront disposés à accepter des offres en titres et que les autres accepteront du *cash* : c'est ce qu'ils appellent les coûts d'efficience de la fiscalité et de la transaction.

Huang et Walkling (1987) confirment les travaux précédents puisqu'ils déterminent après l'étude de 204 opérations durant la période 1977-1982 que les rentabilités anormales cumulées moyennes lors des opérations financées par du *cash* sont de 29,3%, alors qu'elles sont de 14,4% lors des opérations financées par des titres et de 23,3% en cas d'offres mixtes. Ils expliquent également ce résultat par la fiscalité.

Selon le modèle élaboré par Brown et Ryngaert (1991), l'aspect fiscal joue un rôle important dans la détermination de la méthode de paiement. La société initiatrice considère l'évaluation réalisée par la cible des titres offerts par l'initiatrice et les conséquences fiscales de l'offre compte tenu du mode de paiement. L'équilibre est cohérent avec les gains observés pour les initiatrices, mais le modèle permet également de faire des prédictions différentes de celles qui considèrent uniquement le rôle informationnel du mode d'acquisition. Par exemple, étant donné que dans ce modèle l'utilisation de titres est expliquée uniquement par des avantages fiscaux, les titres ne devraient pas être utilisés dans les opérations imposées. De plus, ils prédisent que toutes les opérations non imposées, c'est-à-dire les mixtes et celles en titres, révèlent une information négative au sujet de l'offreur. Les initiateurs qui ont une évaluation faible de leur société utilisent donc au moins 50% de titres pour éviter la fiscalisation de l'opération et les initiateurs qui ont une évaluation élevée de leur société utilisent du *cash* pour éviter que les titres émis soient sous-évalués.

Les résultats empiriques qu'ils présentent sont cohérents avec l'idée selon laquelle les titres sont utilisés pour l'avantage fiscal : seulement 7 opérations taxables sur les 342 opérations constituant l'échantillon utilisaient des actions et seulement 12 opérations taxables utilisaient des titres qui pouvaient être transformés en actions. Sur les 131 opérations non taxables, 86 étaient uniquement constituées de titres et 45 étaient des opérations mixtes (dont 34 étaient des opérations utilisant plus de 50% de titres). Ainsi, les opérations mixtes utilisent souvent près du maximum du *cash* possible tout en bénéficiant du statut de « sans taxe ». Ce résultat montre que la fiscalité joue un rôle important dans le choix du mode de financement aux États-Unis. Par ailleurs, conformément aux prédictions du modèle, les résultats montrent que les rentabilités anormales associées aux offres mixtes et aux offres en titres sont négatives. Les rentabilités anormales associées aux offres en *cash* sont nulles et significativement supérieures à celles qui sont associées aux offres en actions et aux offres mixtes. Ces résultats ne sont en revanche pas cohérents avec l'idée selon laquelle les initiateurs signalent une valeur d'actif plus élevée grâce à une utilisation plus importante de *cash* dans les opérations non taxables car les résultats associés aux offres mixtes ne sont pas sensiblement différents de ceux qui sont associés aux offres uniquement en actions.

L'hypothèse du rôle de la fiscalité dans la détermination du choix de la méthode de paiement est également vérifiée par Noronha et Sen (1995), car ils montrent que la propension à réaliser une offre en titres est positivement liée au niveau de crédits fiscaux accumulés par la cible.

Carleton, Guilkey, Harris et Stewart (1983) modélisent la décision de l'offreur concernant la méthode de paiement en fonction des caractéristiques de la cible. Ils montrent que des *dividend payout ratios* ou que des *market to book ratios* plus faibles augmentent la probabilité d'être acquis en *cash*. Des *market to book ratios* faibles associés à l'utilisation de *cash* sont cohérents avec la théorie fiscale, puisque des *market to book ratios* élevés représentent des économies fiscales potentielles importantes dues à une forte dépréciation.

Au contraire, Gilson, Scholes et Wolfson (1988) montrent qu'il n'y a pas de liens directs entre les bénéfices fiscaux et les effets de transfert de richesse. Niden (1986) ne trouve aucune relation entre la situation fiscale des actionnaires de la cible et la forme de paiement et, pour Auerbach et Reihus (1988), les résultats concernant les économies fiscales dues à l'utilisation des pertes et des crédits de la cible ne sont pas significatifs pour expliquer la méthode de paiement.

Si l'on considère l'avantage fiscal lié à l'utilisation de la dette, une offre en titres peut alors avoir un impact négatif sur le cours de la société (Modigliani et Miller (1963), DeAngelo et Masulis (1980), Masulis (1980a, 1980b)). Dans cette optique, pour Nayar et Switzer (1998), du fait que les intérêts de la dette offerts aux actionnaires sont déductibles pour l'initiatrice, l'utilisation de titres de dettes peut comporter des avantages fiscaux. Bien que l'initiatrice puisse offrir soit du *cash* soit de la dette pour éviter d'avoir à faire face à la réduction du cours de ses actions qui auraient lieu avec des titres, une offre avec de la dette sera préférée si l'offreur a un besoin important en réduction d'impôt. Ainsi, selon eux, une émission de dettes est un signal au marché que la firme anticipe pouvoir exploiter la réduction d'impôt liée au paiement des intérêts de la nouvelle dette. Ils valident leur hypothèse grâce à une étude empirique qui souligne que pour les firmes qui utilisent des titres de dettes dans leur offre, plus le taux d'imposition est élevé, plus la réaction du marché est positive.

Contrairement aux suggestions des hypothèses fiscales et informationnelles, Franks, Harris et Mayer (1988) et Suk et Sung (1997) montrent que les rentabilités anormales des sociétés cibles lors des offres publiques sont plus importantes que celles qui sont observées lors des fusions, même après avoir contrôlé l'impact de la méthode de paiement. Ces derniers montrent également qu'il n'existe aucune relation entre la prime de l'offre et la propriété institutionnelle de la société cible dans les offres en *cash* et qu'il n'y a pas de différence dans les primes entre les offres en *cash* et celles en titres même après le contrôle de la propriété institutionnelle et d'autres variables liées à la fiscalité. Ces résultats sont également incohérents avec les hypothèses fiscales et informationnelles.

À l'inverse, Eckbo et Langohr (1989) montrent, à partir d'un échantillon français d'opérations réalisées entre 1972 et 1982, que l'hypothèse informationnelle semble dominer l'hypothèse fiscale. En effet, ils montrent que la prime moyenne par rapport au prix des titres de la société cible avant l'offre est égale à 17,2% dans les offres financées par des titres contre 73,3% dans les offres financées par du *cash*, alors que cette prime par rapport au prix des titres de la société cible *post expiration* est quasiment égale, que l'offre ait été financée par des titres (23,7%) ou du *cash* (22,5%). Ce résultat est incohérent avec la théorie fiscale, car la prime *post expiration* devrait être plus élevée pour les offres en *cash*, si les firmes utilisant cette méthode de paiement payent une prime plus élevée afin de compenser l'effet négatif de la fiscalité.

## **1.5. Les théories liées à la propriété managériale et au contrôle des dirigeants<sup>11</sup>**

La plupart des études empiriques menées sur l'impact de l'annonce d'une opération de fusion-acquisition sur la richesse des actionnaires montre que les actionnaires des sociétés initiatrices bénéficient moins des offres publiques que les actionnaires des sociétés cibles. Certaines études vont même jusqu'à montrer que les acquisitions profitent uniquement aux actionnaires de la société cible (Langetieg (1978), Dodd (1980), Morck, Shleifer et Vishny (1990)).

Une des explications généralement avancée est la théorie de l'agence. Jensen et Meckling (1976) ont défini la relation d'agence comme « un contrat par lequel une (ou plusieurs) personne(s) (le principal) engage(nt) une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent ». Il peut alors apparaître des divergences d'intérêts entre actionnaires et managers, dues à la séparation entre la propriété du capital et le contrôle de l'entreprise. C'est le cas lorsque les dirigeants ne possèdent pas l'ensemble des actions de la société qu'ils gèrent : ils peuvent être amenés à ne plus servir les intérêts des actionnaires, mais à privilégier des intérêts plus personnels en raison du manque de contrôle interne exercé.

Cette théorie repose sur celle de la construction d'un empire (*empire-building theory*) qui suppose que les dirigeants vont surpayer délibérément l'acquisition. Leur salaire et leur pouvoir étant fonction de l'augmentation de leur responsabilité au sein de la firme, c'est-à-dire fonction de la quantité d'actifs qu'ils contrôlent, ils lancent le processus de prise de contrôle uniquement pour maximiser leur propre utilité au détriment des actionnaires de leur firme (Rhoades (1983), Williamson (1964), Jensen (1986), etc.). Les dirigeants auraient, ainsi, tendance à rechercher à accroître la taille de l'entreprise (même au-delà de la taille optimale) et non à optimiser sa rentabilité. Croire que toutes les opérations de fusions-acquisitions sont motivées par la création de valeur actionnariale semble donc illusoire.

---

<sup>11</sup> Pour une synthèse des études empiriques testant les hypothèses de la propriété managériale, du contrôle des dirigeants, des *free cash flows* et de l'impact positif de la dette, voir tableau 10 en annexe.

Néanmoins, différents facteurs peuvent influencer les motivations des dirigeants lors des opérations de fusions-acquisitions. Parmi ceux-ci, on trouve notamment la propriété managériale et le contrôle des dirigeants. La théorie de la propriété managériale stipule que les intérêts des dirigeants s'alignent sur ceux des actionnaires à mesure que la propriété managériale augmente. Autrement dit, plus le dirigeant possède de titres de la société initiatrice, plus il sera incité à réaliser des opérations créatrices de valeur pour les actionnaires.

Amihud et Lev (1981) soutiennent qu'un *monitoring* imparfait permet aux managers de réaliser des actions qui sont dans leur propre intérêt et non pas nécessairement dans celui des actionnaires. Les dirigeants peuvent ainsi avoir la volonté de diversifier les activités de la firme dans le but de diminuer le risque lié à leur perte d'emploi (pour éviter que la société où ils travaillent soit rachetée, pour diversifier le risque et minimiser le coût de faillite financière, etc.). Cette raison est contraire à la maximisation de la richesse des actionnaires, puisque ceux-ci peuvent diminuer leur propre risque en diversifiant leur portefeuille à un moindre coût dans un marché intégré. Dans cette optique, ils montrent par ailleurs que la constitution de conglomérats est plus fréquente lorsque l'actionnariat est largement dispersé, puisque, dans de tels cas, les managers sont capables de poursuivre des politiques servant leur propre intérêt. Ainsi, un meilleur contrôle des actions des managers permettrait de réduire ces coûts d'agence. Gompers et Metrick (2001) montrent, à ce sujet, que les bénéfices des sociétés sont plus importants lorsque la proportion de titres détenus par des institutionnels est grande. Ce résultat est cohérent avec la théorie d'Amihud et Lev (1981) sur le *monitoring*, puisqu'une quantité importante de titres détenus par des investisseurs institutionnels signifie un contrôle plus effectif de ces sociétés par les actionnaires. Enfin, Ang, Cole et Lin (2000) ont montré que les coûts d'agence étaient plus importants lorsqu'un manager non actionnaire dirigeait la firme, et qu'ils variaient inversement avec la proportion d'actions détenues par celui-ci. D'autre part, ils ont prouvé que ces coûts augmentaient avec le nombre d'actionnaires non managers. Enfin, ils ont établi qu'un contrôle externe exercé par les banques permettait de réduire ces coûts.

### 1.5.1. La théorie de la propriété managériale

La propriété managériale fait référence à la quantité de titres détenus par la direction et les *insiders*. De nombreux auteurs pensent que le choix de la méthode de paiement utilisée dans l'opération dépend de la propriété managériale des deux sociétés impliquées dans l'opération (Stulz (1988)). Ainsi, il est souvent supposé que plus la direction de l'initiatrice a de titres avant l'opération, plus l'utilisation de *cash* sera vraisemblable afin d'éviter les phénomènes de dilution. À l'inverse, plus les dirigeants de la cible possèdent une proportion importante des titres, plus l'utilisation de titres sera probable afin de permettre aux dirigeants de conserver leur pouvoir au sein de la future société fusionnée.

D'autre part, en augmentant la dette et en utilisant les moyens permettant de diminuer la quantité d'actions détenues par le public, le dirigeant propriétaire augmente la probabilité de conserver le contrôle de la société et les bénéfices qui y sont associés, puisque la substitution de dettes contre des actions de personnes extérieures réduit la quantité de droits de contrôle détenus par des investisseurs qui peuvent être acquis par un raider.

Une offre en titres augmente le nombre de titres détenus par des personnes extérieures à la société. La quantité d'actions détenues par les dirigeants diminue donc (si l'on suppose que les dirigeants n'augmentent pas leur participation au sein de la société). Cette réduction implique par conséquent une diminution de la valeur de la firme selon le modèle de sélection contraire de Leland et Pyle (1977) et la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976). En effet, selon eux, plus la diminution des titres détenus par les dirigeants est importante, plus la valeur de l'action diminuera. Travlos (1987) obtient des résultats cohérents avec ces hypothèses.

Stulz (1988) a étudié la relation entre le choix de la méthode de paiement et la propriété managériale de la société initiatrice. Il montre que l'utilisation de nouvelles dettes diminue l'attractivité de la société pour les *raiders*. Les dirigeants-propriétaires qui veulent garder le contrôle de leur société préféreront donc utiliser du *cash* afin de faire diminuer la menace d'une opération hostile. Harris et Raviv (1988) notent cependant que le fait d'augmenter la dette diminue également la probabilité de conserver le contrôle de la société, puisque le risque de banqueroute augmente ainsi que les engagements pour les paiements futurs en *cash*.

Stulz (1988) reconnaît également que son argument doit être quelque peu nuancé puisqu'une augmentation de la dette réduit la valeur totale des titres en circulation, de telle sorte qu'il deviendrait moins cher pour un acquéreur, qui a un coût marginal d'endettement croissant, d'acquérir les titres. D'autre part, il montre que si la fraction des droits de contrôle possédés par les dirigeants de la cible est élevée, alors la probabilité d'une opération hostile est faible, puisque la cible qui détient une fraction importante de ses titres voudra plus de droits à l'issue de l'opération.

Martin (1996) montre à partir d'un échantillon constitué de 846 opérations que la propriété managériale est corrélée négativement à la probabilité d'un financement en titres, bien que la relation ne soit pas linéaire. Il souligne que les dirigeants qui possèdent moins de 5% des titres de la société ne sont pas concernés par les effets de dilution du contrôle. En revanche, lorsqu'ils possèdent entre 5 et 25% des titres, ils considèrent la dilution comme un facteur important dans la décision du choix de la méthode de paiement. Au-delà de 25%, le lien entre la propriété managériale et la probabilité d'un financement en *cash* n'est plus vérifié. Bien que Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1985) montrent que la propriété managériale a un impact positif sur la richesse des actionnaires de l'initiatrice, Sudarsanam, Holl et Salami (1996) ne trouvent aucun élément permettant de confirmer l'hypothèse de Stulz (1988) selon laquelle la relation entre la propriété managériale et les gains lors de la période d'annonce de la fusion est non linéaire. Au contraire, Morck, Shleifer et Vishny (1988) et Palia (1993) montrent que certains éléments permettent de confirmer cette hypothèse. Loderer et Martin (1997) mettent en évidence de faibles preuves concernant le lien linéaire et non linéaire entre la propriété managériale et les gains des actionnaires de l'initiatrice autour de l'annonce de l'acquisition. Enfin, deux études récentes menées par Palia (2001) et par Demsetz et Villalonga (2001) présentent des éléments cohérents avec l'hypothèse selon laquelle la valeur de la firme n'est pas influencée par la propriété des dirigeants. Selon ces derniers, ce résultat traduit l'idée selon laquelle la propriété dispersée, même si elle aggrave les problèmes d'agence, produit également des avantages qui permettent généralement de compenser ces problèmes.

Amihud, Lev et Travlos (1990) établissent un rapport entre les préférences des dirigeants de l'initiatrice et la méthode de paiement. Ils montrent, en utilisant un échantillon de 209 acquisitions américaines pendant la période 1981-1983, que lors des opérations financées par du *cash*, les cinq dirigeants les plus importants de la société détenaient près de 11% des titres de la société, alors que lors des opérations financées par des titres, ils en détenaient moins de 7%. Ainsi, les dirigeants qui possèdent une fraction importante des titres préfèrent financer l'acquisition par du *cash* plutôt que par des titres, car ils accordent de la valeur au contrôle de la société et ne souhaitent pas augmenter le risque d'en perdre le contrôle après l'opération. D'autre part, ils constatent que la rentabilité anormale négative associée à une offre en titres est concentrée principalement sur les sociétés dont la propriété était peu détenue par les dirigeants. Autrement dit, la rentabilité anormale négative généralement associée à un règlement en titres serait due aux opérations impliquant les sociétés peu détenues par les dirigeants. Ce serait donc l'ampleur de la propriété managériale dans les firmes annonçant l'émission de nouvelles actions qui affecterait les rentabilités anormales.

Song et Walkling (1993) notent que la propriété managériale de la cible est significativement plus faible que la propriété managériale d'entreprises non cibles du même secteur. Autrement dit, une firme qui possède une propriété managériale plus faible a plus de chances d'être la cible d'une opération. Ils montrent également qu'une cible, dont le niveau de propriété managériale est faible, a une probabilité plus importante d'être disputée par plusieurs offreurs : la propriété managériale moyenne est, dans les offres disputées, de l'ordre de 6,4%, ce qui semble être très différent des 18,7% observés dans le cadre des entreprises non cibles du même secteur. De plus, ils soulignent à partir de l'utilisation d'une régression logistique que la probabilité d'être une cible est inversement corrélée à la propriété managériale, ce qui signifie que les firmes dont le niveau de propriété managériale est élevé ont une probabilité plus faible de faire l'objet d'attaques. Enfin, ils montrent que dans les opérations couronnées de succès où la propriété managériale de la cible est faible, la rentabilité anormale moyenne est de 29,5%, alors qu'elle est, dans le cas des opérations ayant échoué, seulement égale à 5,2%. Ils expliquent ce résultat grâce à une régression qui indique qu'il existe une relation positive et forte entre la propriété managériale de la cible et la rentabilité anormale dans les opérations disputées, mais finalement couronnées de succès. Dans les autres cas (opérations qui se soldent par un échec, opérations non disputées), cette relation est non significative.

Pour Blackburn, Dark et Hanson (1997), si les dirigeants réalisent des opérations qui ne sont pas dans l'intérêt de leurs actionnaires, alors la structure de propriété de la société est très importante dans les offres mixtes. Les dirigeants qui possèdent peu d'actions subiront peu l'effet de la réévaluation négative des titres de la société évoquée par Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990). Ils peuvent donc accepter de réaliser une offre mixte, même si leur firme est surévaluée tant que leur bénéfice privé est plus élevé que la perte de valeur des actions qu'ils détiennent. Inversement, les dirigeants qui possèdent une proportion importante des actions de la société seront moins enclins à réaliser une offre mixte si leur société est surévaluée. Ainsi, des rentabilités plus faibles sont attendues lors des offres mixtes réalisées par les sociétés non dirigées par le propriétaire. Par ailleurs, de façon cohérente avec les travaux de Amihud, Lev et Travlos (1990), ils précisent que les sociétés non possédées par les dirigeants, qui réalisent des offres en titres, supportent des pertes significatives, alors que contrairement aux thèses d'Amihud, Lev et Travlos (1990), les sociétés dirigées et contrôlées par leurs dirigeants supportent également des pertes significativement positives. Le signal négatif lié à l'utilisation de titres dans le cadre de sociétés dirigées et possédées par les dirigeants n'est donc pas suffisamment atténué par le fait de savoir que les dirigeants n'ont pas envie de diluer, voire dans certains cas, de perdre le contrôle de la société en investissant dans une opération non créatrice de valeur.

Ghosh et Ruland (1998) étudient de quelle manière les préférences pour les droits de contrôle de la cible et de l'initiatrice motivent le choix de la méthode de paiement lors de l'acquisition d'une entreprise. Dans une étude portant sur 212 opérations ayant eu lieu aux États-Unis entre 1981 et 1988, ils montrent que, lors des opérations financées par des titres, la propriété managériale moyenne de la cible est significativement plus importante, alors que dans les opérations financées par du *cash*, la propriété managériale de l'initiatrice est significativement plus élevée. Les acquéreurs préfèrent donc financer leurs opérations avec du *cash* lorsque leur propriété managériale est élevée et, à l'inverse, les cibles préfèrent que les opérations soient financées avec des titres si la direction de la cible souhaite obtenir de l'influence dans la société résultante. Les résultats montrent que la propriété managériale de la cible est encore plus importante que la propriété managériale de l'initiatrice pour expliquer la méthode de paiement.

Yook, Gangopadhyay et McCabe (1999) confirment le résultat selon lequel plus la propriété managériale de la société initiatrice est importante, plus l'initiateur sera disposé à utiliser du *cash*. Par ailleurs, ils mettent en évidence que les dirigeants actionnaires vendent plus leurs titres avant l'annonce d'une offre en titres qu'avant une offre en *cash*. Ce résultat est cohérent à la fois avec la théorie du contrôle managérial et avec la théorie de l'asymétrie informationnelle. Ils montrent, de plus, une relation négative entre la vente de titres avant l'annonce des dirigeants actionnaires de l'opération et la rentabilité anormale lors de l'annonce. Autrement dit, plus le titre est vendu par les *insiders* avant l'annonce de l'opération, plus les pertes anormales réalisées par l'initiateur sont importantes. Ce résultat indiquerait donc que les *insiders* ont accès à de l'information et qu'ils vendent leurs titres à partir de cette information. Les auteurs concluent donc qu'il existe des phénomènes d'asymétrie informationnelle sur le marché pour le contrôle des sociétés, et que ceux-ci peuvent influencer le choix de la méthode de paiement.

### **1.5.2. L'hypothèse du contrôle externe**

Selon Berle et Means (1932), la passivité des actionnaires est inévitable. Les sociétés grossissent tellement qu'elles font appel à de nombreux actionnaires pour lever du capital. De ce fait, chaque actionnaire possède une petite quantité de titres de la société. Si un actionnaire décidait de jouer un rôle actif dans le contrôle des dirigeants, il ne recevrait qu'une petite partie des bénéfices (les autres actionnaires en profitant également), alors qu'il supporterait seul l'ensemble des coûts. Ainsi, la passivité sert les intérêts personnels de chaque actionnaire, même si le contrôle des dirigeants assurait des gains collectifs. De la même façon, il est peu probable que le vote d'un actionnaire affecte l'adoption ou non d'une opération, c'est la raison pour laquelle de nombreux actionnaires deviennent apathiques et qu'ils acceptent les propositions de la direction sans les évaluer avec soin.

Cependant, les actionnaires continueront à agir si les gains liés au contrôle des dirigeants sont supérieurs aux coûts qu'ils doivent supporter. Un actionnaire qui possède une part importante des titres de la société acceptera de contrôler les actions d'un dirigeant de façon plus probable qu'un actionnaire qui ne possède qu'une participation faible dans la société.

Ainsi, pour Jensen (1991), les investisseurs externes actifs, tels que les blocs d'actionnaires et les actionnaires institutionnels, sont bénéfiques à la société, car ils sont incités à entreprendre un contrôle coûteux du fonctionnement de la société. Black (1992) pense que les actionnaires institutionnels peuvent agir de façon à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Par exemple, certains actionnaires institutionnels ont des contacts avec les dirigeants les plus haut placés et peuvent ainsi influencer les termes de l'opération. Comme de nombreuses études empiriques montrent qu'un financement en titres a un impact négatif sur la richesse des actionnaires de l'initiatrice, la probabilité d'une acquisition financée par des titres devrait être plus faible lorsque la part d'investisseurs institutionnels ou la part de blocs d'actionnaires augmente.

Martin (1996) confirme partiellement cette hypothèse puisqu'il montre que plus la présence d'investisseurs institutionnels est importante, plus la probabilité d'un financement en titres est faible. Cependant, la présence de blocs d'actionnaires extérieurs à la société ne semble pas avoir d'impact sur le choix de la méthode de paiement.

### **1.5.3. L'hypothèse des *free cash-flows***

Jensen (1986) définit les *free cash-flows* comme étant les *cash-flows* en excès de ceux qui sont requis pour financer les projets d'investissement à VAN positive de la firme. Les actionnaires préféreront que les dirigeants leur distribuent cet excès de *cash* plutôt que ces derniers investissent dans des projets dont la rentabilité est faible. Cependant, il se peut que les dirigeants aient des raisons de conserver ce *cash* supplémentaire afin de faire croître la société au-delà de son niveau optimal, leur rémunération étant souvent corrélée à la taille de la société plutôt qu'au profit. Dans cette optique, les offres publiques sont à la fois des preuves du conflit entre actionnaires et managers et une solution au problème. Cette théorie suppose donc que les offreurs avec des *free cash-flows* importants ou qui ont une capacité d'endettement suffisante seront prédisposés à réaliser des opérations financées par du *cash* plutôt que par un échange de titres.

De ce fait, la hausse de l'endettement permet d'expliquer les gains plus élevés lors des opérations financées par du *cash*. En effet, non seulement les dirigeants vont travailler plus par peur de la faillite de l'entreprise, mais cette hausse permet également de limiter les coûts d'agence des *free cash-flows* en réduisant les *cash-flows* librement utilisables par les dirigeants.

En effet, pour Jensen (1986, 1988), Harris et Raviv (1990) et Stulz (1990), la dette a un impact positif puisqu'elle permet de réduire les phénomènes d'agence et augmente le contrôle des dirigeants. L'avantage lié à la théorie des bénéfices de la dette est d'autant plus important si l'initiatrice dispose de peu d'opportunité de croissance, a un pouvoir d'endettement supplémentaire non utilisé et si elle dispose d'importants *free cash-flows* puisque, dans ce cas, la probabilité que l'opération se traduise par une faible création de valeur, voire une destruction de valeur, est plus importante.

L'utilisation de dettes peut ainsi permettre aux dirigeants de signaler que les revenus futurs de l'acquisition seront suffisamment élevés qu'ils vont être capables de rembourser les intérêts liés à la dette et, qu'ainsi, ils n'ont pas payé un prix excessif pour la cible. Dès lors, le recours à la dette permet aux dirigeants de montrer qu'ils ne sont pas motivés par des phénomènes d'agence.

Maloney, McCormick et Mitchell (1993) ont étudié la relation entre les gains de l'initiatrice lors de la période d'annonce de l'opération et le niveau de l'endettement avant l'opération, ainsi qu'avec les changements dans le niveau d'endettement après l'opération. Ils mettent en évidence que les gains de l'initiatrice varient de façon positive et significative avec le niveau préexistant d'endettement et avec les changements dans le niveau d'endettement. Ils concluent alors que la dette améliore les décisions des dirigeants.

Yook (2003) a testé cette hypothèse à partir des changements dans le rating de la dette de Standard et Poor's. Lorsque les sociétés initiatrices offrant du *cash* sont divisées en deux groupes selon que la note est dégradée ou reste inchangée, celles qui ont subi une dégradation de leur note obtiennent une rentabilité anormale dans les deux jours ( $t=-1$  et  $t=0$ ) significativement supérieure à celle qui est obtenue par l'autre groupe, ce qui corrobore la théorie du bénéfice de la dette. Ce résultat contredit la théorie du signal, car la notation de l'offreur devrait demeurer inchangée ou être améliorée si les synergies de l'opération compensent l'augmentation du risque financier.

En revanche, lorsque les sociétés initiatrices offrant des titres sont regroupées en trois groupes selon que la note est dégradée, reste inchangée ou est améliorée, les résultats contrastent fortement. La rentabilité anormale est positive et significative pour le groupe ayant une note qui s'est améliorée, alors qu'elle est négative et significative pour le groupe dont la note a été dégradée. Ce résultat est expliqué par l'auteur par les phénomènes de synergies et implique que les acquisitions financées par du *cash* et celles qui sont financées par des titres sont deux types distincts d'opérations dont les sources de création de valeur sont différentes.

Selon Mayer et Walker (1996), la méthode de paiement dépend des conditions financières de la cible et de l'initiatrice. Le coût de financement d'une acquisition par *cash* inclut une augmentation des paiements d'intérêts et donc du risque de banqueroute. Une dette supplémentaire ou une diminution de *cash* et des actifs liquides peut être coûteuse pour une firme qui possède déjà de la dette. La propension à utiliser du *cash* diminue lorsque les *free cash-flows* et la liquidité diminuent et quand l'endettement augmente. Par ailleurs, un changement dans la politique monétaire peut avoir un impact significatif sur les taux d'intérêt et la disponibilité du crédit qui, à son tour, peut affecter le choix de la méthode de paiement. Par exemple, une augmentation des taux d'intérêt et un marché du crédit plus étroit posent des problèmes quant à la liquidité et rendent un financement en *cash* moins attractif. Dans cette optique, ils montrent que les actions de la Réserve Fédérale peuvent parfois expliquer le choix de la méthode de paiement.

Martin (1996) confirme la théorie des *free cash-flows* de Jensen puisqu'il souligne que plus la société initiatrice dispose de *cash*, moins la probabilité d'un financement en titres est importante. Zhang (2001) souligne que plus le paiement de dividende est élevé (ce qui est pour l'auteur une mesure du *free cash-flow* disponible), plus l'opération a de chances d'être financée par du *cash*.

Les résultats de Noronha et Sen (1995) sont également cohérents avec la théorie des *free cash-flows* de Jensen puisqu'ils montrent que le montant de *free cash-flows* de l'offreur est directement lié à la probabilité d'un financement d'une opération par du *cash*. Enfin, Shrieves et Pashley (1984) soulignent que les sociétés qui utilisent du *cash* augmentent leur endettement, alors que celles qui se financent par des titres non. Cependant, avant l'opération, les auteurs n'obtiennent aucune différence dans le niveau d'endettement des sociétés initiatrices qui utilisent des titres et celles qui utilisent du *cash*.

## **1.6. Les performances passées, les opportunités d'investissement et les cycles économiques<sup>12</sup>**

Outre le niveau d'endettement, un certain nombre d'indicateurs financiers ont un impact sur le choix de la méthode de paiement utilisée pour financer l'opération, en particulier les indicateurs des performances passées de la cible et de l'initiatrice. Une société gérée non efficacement par un dirigeant est une source potentielle de gains pour l'initiatrice. Dans ce cas, cette dernière sera plus facilement disposée à financer son opération avec du *cash* afin de remplacer l'équipe de direction inefficace. Inversement, si la société initiatrice a réalisé des performances boursières particulièrement importantes dans le passé proche, l'utilisation de titres peut se révéler attrayante pour l'initiatrice et la société cible.

Les opportunités d'investissement de l'initiatrice semblent également influencer le choix de la méthode de paiement. En effet, plus la société initiatrice disposera d'opportunités d'investissement, plus celle-ci sera incitée à utiliser des actions pour financer ces investissements, car cette méthode de paiement laisse plus de liberté au dirigeant que la dette, ce qui permettra de pouvoir profiter pleinement des opportunités d'investissement. À l'inverse, l'endettement est bénéfique pour les sociétés à faible opportunité d'investissement, car la dette nécessite le versement de *cash-flows* qui ne peuvent être utilisés pour investir dans des projets à faible rentabilité.

Enfin, les cycles économiques sont également supposés influencer le choix de la méthode de paiement de telle façon que la probabilité d'un paiement en titre augmente lorsque l'activité économique générale augmente.

### **1.6.1. La théorie du remplacement des dirigeants inefficaces et les caractéristiques financières**

Pour Zhang (2001), le fait que la société cible réalise de mauvaises performances avant l'opération signifie que la cible est gérée de façon inefficace. Dans une telle situation, la société initiatrice est plus disposée à utiliser du *cash* afin de supprimer la direction de la société cible. Ce résultat n'est pas confirmé par l'auteur dans une étude empirique où les performances de la cible avant l'opération sont mesurées grâce à son *Return on Equity* (ROE). Il met en effet à jour une corrélation positive entre le ROE et la probabilité que l'opération soit financée en *cash*.

---

<sup>12</sup> Pour une synthèse des études empiriques, voir tableau 11 en annexe.

Ce résultat n'est pas cohérent avec les travaux de Grullon, Michaely et Swary (1997), qui montrent que dans le secteur bancaire, un règlement en *cash* est plus probable lorsque la cible a réalisé de faibles performances par le passé.

D'un autre côté, Zhang (2001) pense que la bonne performance boursière de l'initiatrice l'incite à utiliser des titres, car cette méthode de paiement devient meilleur marché. De plus, cette bonne performance boursière peut apparaître attractive pour la société cible, ce qui peut l'inciter à accepter l'offre. Il montre dans une étude empirique le lien positif qui existe entre les performances boursières de l'acquéreur (mesurées à partir du *market-to-book ratio*) et la probabilité d'un financement en titres. Ce résultat est cohérent avec les travaux antérieurs de Carleton, Guilkey, Harris et Stewart (1983) qui montrent l'existence d'une corrélation positive entre le *market-to-book ratio* de la firme initiatrice et la probabilité d'une opération en titres.

Ces derniers ont également étudié les caractéristiques de la société cible à partir de données distinguant trois types de sociétés : les sociétés non acquises, les sociétés acquises grâce à des titres et celles acquises grâce à du *cash*. Ils montrent en outre que les sociétés acquises sont généralement plus petites que les sociétés non acquises qui sont à leur tour plus petites que les sociétés initiatrices, que les *Price Earnings Ratios* des firmes acquises sont plus faibles que ceux des autres sociétés, que les sociétés acquises en *cash* ont des *dividend-payout ratio* plus faibles, que les firmes acquises utilisent moins de dettes que la moyenne de leur secteur et qu'elles sont plus profitables. En revanche, il n'y a pas de différences statistiquement significatives entre les éléments financiers selon le mode de paiement choisi. La probabilité pour une société donnée d'être acquise augmente lorsque sa liquidité, son endettement, son *Price Earning Ratio* ou sa taille diminue. Par contre, le *dividend payout ratio* et le *book to market value* ne semblent pas avoir d'impact sur la probabilité pour une société d'être acquise. Une plus grande taille et un niveau plus élevé de liquidité réduisent la probabilité d'une acquisition, bien que ces effets ne soient statistiquement significatifs que pour les acquisitions financées en titres. Ces résultats sont, selon les auteurs, cohérents avec l'hypothèse fiscale et la théorie des préférences managériales.

L'étude de Carleton, Guilkey, Harris et Stewart (1983) est complétée par Chaney, Lovata et Philipich (1991) qui, eux, vont étudier les caractéristiques de la société initiatrice. Ils montrent que les firmes initiatrices qui utilisent des titres sont différentes de celles qui utilisent du *cash*. Celles qui payent en titres sont plus grandes, ont des *Price Earning Ratio* plus élevés et ont des ratios *debt on equity* et *return on assets* plus faibles. Au contraire, celles qui payent en *cash* sont plus petites avec des niveaux d'endettement et des ratios *return on assets* plus élevés.

Enfin, Jung, Kim et Stulz (1996) et Baker et Wurgler (2002), entre autres, montrent que les sociétés dont le ratio valeur de marché sur valeur comptable est élevé, ont une probabilité plus importante d'émettre des titres.

### **1.6.2. La théorie des opportunités d'investissement**

Le lien entre les opportunités d'investissement d'une entreprise et ses activités de *corporate finance* est l'objet d'études depuis de nombreuses années. Dès 1977, Myers fait le lien entre l'existence d'opportunité de croissance et l'activité de *corporate borrowing*. Selon Jung, Kim et Stulz (1996), les dirigeants ayant des objectifs de croissance préfèrent lever des fonds grâce à des titres, car cela leur donne plus de liberté dans leurs utilisations que lorsque les fonds proviennent de la dette. En effet, contrairement à l'émission de titres, la dette oblige le dirigeant à rembourser des *cash-flows* qu'il ne peut utiliser afin d'investir dans des projets à faible rentabilité. Par conséquent, un financement par dettes maximise la valeur des sociétés ayant de faibles opportunités d'investissement. Inversement, la liberté d'utilisation des fonds obtenus par des titres est importante pour les sociétés ayant de bonnes opportunités d'investissement, car cela rend plus probable le fait que ces firmes puissent en tirer pleinement profit. Selon Jung, Kim et Stulz (1996), les sociétés disposant de bonnes opportunités d'investissement acceptent au moins temporairement de renoncer à un effet de levier positif et une dilution des *cash-flows* liés à l'investissement afin d'investir dans le maximum de projet à forte rentabilité. Ils supposent donc que les sociétés ayant de bonnes opportunités d'investissement ont plus de chances d'émettre des titres afin de financer leurs acquisitions et qu'à l'inverse, les sociétés disposant de faibles opportunités d'investissement financent leurs acquisitions par l'émission de dettes. Ils montrent par ailleurs que les sociétés qui financent leurs acquisitions en titres possèdent des opportunités d'investissement intéressantes et connaissent une croissance importante de leurs actifs au cours de la période séparant l'année précédant l'émission des titres à la fin de l'année suivant l'émission.

Dans cette optique, Martin (1996) a étudié la relation entre la méthode de paiement utilisée dans les opérations de fusions-acquisitions et les opportunités de croissance de la firme. Il montre qu'à la fois les opportunités de croissance de la cible et de l'acquéreur sont des déterminants importants de la méthode de paiement. En effet, il prouve que de plus importantes opportunités d'investissement, qu'elles soient mesurées en utilisant le  $q$  de Tobin<sup>13</sup> ou le taux de croissance annuel moyen des ventes lors des cinq années précédant l'acquisition, conduisent à augmenter la probabilité d'un financement en titres.

### 1.6.3. L'hypothèse des cycles économiques

Selon cette hypothèse, les cycles économiques sont supposés avoir une influence sur la détermination de la méthode de paiement utilisée lors des acquisitions. Ainsi, pour Brealey, Hodges et Capron (1976), Taggart (1977), Marsh (1982) et Choe, Masulis et Nanda (1993), une augmentation de l'activité économique générale se traduit par une augmentation de la probabilité d'un financement en titres. Selon ces derniers, on peut expliquer ce phénomène par des coûts de sélection contraire plus faibles, par des opportunités d'investissement encore plus prometteuses et par une diminution de l'incertitude concernant les actifs. Cette hypothèse est faiblement vérifiée de façon empirique par Martin (1996).

Lucas et McDonald (1990) proposent un modèle dynamique d'émission de titres qui implique également des phénomènes de sélection contraire. Cependant, dans leurs travaux, les sociétés n'ont pas la possibilité de financer leurs projets en utilisant de la dette. Leur modèle prédit que les émissions de titres ont tendance à suivre une augmentation générale du marché. Cependant, contrairement au modèle de Choe, Masulis et Nanda (1993), il ne prédit pas de relation entre les gains, les cycles économiques, ou l'activité d'émission des titres et la réaction du cours de la société lors de l'annonce de l'émission des titres, une fois que l'évolution des variations du cours de la société avant l'opération a été prise en compte.

---

<sup>13</sup>Le  $q$  de Tobin est utilisé pour expliquer un grand nombre de phénomènes financiers. Il est défini comme le ratio de la valeur de marché de la firme sur le coût de remplacement de ces actifs. Il est disponible pour certaines sociétés (celles qui sont incluses dans le fichier annuel Compustat) depuis 1987 auprès du NBER. Certaines sociétés ne sont donc pas disponibles auprès du NBER, c'est la raison pour laquelle certains auteurs le recalculent pour leurs études. Chung et Pruitt (1994) montrent que le  $q$  de Tobin peut être estimé par : Approximate  $q = (MVE + PS + DEBT)/TA$ , où MVE est le produit du prix d'une action et du nombre d'actions, PS est la valeur liquidative des actions en circulation, DEBT = dettes de court terme – actifs de court terme + valeur comptable des dettes de long terme et TA est la valeur comptable de l'actif de la société.

## **1.7. La structure optimale du capital<sup>14</sup>**

Il existe une autre théorie liée au niveau d'endettement des sociétés engagées dans le processus de fusion. Il s'agit de la structure optimale du capital. Selon Murphy et Nathan (1989), la méthode de paiement peut être choisie de façon à optimiser la structure du capital de la société résultante. Dans ce cas, le choix de la méthode de paiement peut être crucial pour le succès d'une opération, puisqu'il influence la structure financière de la société résultante : une acquisition financée par du *cash* réduit la liquidité de la société, alors qu'une offre en titres réduit son endettement. Les dirigeants qui mettent en place une opération de fusion-acquisition ont donc intérêt à choisir la méthode de paiement en fonction de la structure optimale du capital de la société après l'opération. Ainsi, selon cette théorie, les sociétés riches en *cash* utiliseront du numéraire et les sociétés pauvres en *cash* utiliseront des titres. D'autre part, les acquéreurs de sociétés endettées utiliseront des titres, alors que les acquéreurs de sociétés possédant une capacité d'endettement utiliseront de la dette. Murphy et Nathan (1989) reportent que les gains lors de la période d'annonce sont positifs (quel que soit le mode de paiement utilisé) aussi longtemps que la méthode de paiement est cohérente avec la notion de structure optimale du capital. À l'inverse, Travlos et Papaioannou (1991) montrent que les rentabilités des offres en *cash* et en titres ne sont pas affectées par la perception du marché des changements dans la structure du capital de la firme. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse que la méthode de paiement dans les acquisitions transmet des informations précieuses au marché. Les gains ou les pertes proviennent des effets informationnels associés à la méthode de paiement indépendamment des modifications financières induites par l'opération.

Dans la plupart des cas, une acquisition réduit la variance des gains de la firme ou du groupe résultant de l'opération et donc augmente la capacité d'endettement ou d'emprunt de la firme. Selon la théorie de l'augmentation de la capacité d'endettement latente, que l'on appelle parfois également la théorie des effets de co-assurance, des sociétés qui fusionnent et qui ne connaissent pas de corrélation parfaite de leur gain diminuent leur probabilité de défaut (Lewellen (1971)).

---

<sup>14</sup> Pour une synthèse des études empiriques, voir tableau 11 en annexe.

Cette hausse de la capacité d'endettement associée à la déductibilité des intérêts peut être une motivation pour réaliser une offre publique pour les dirigeants qui cherchent à maximiser la richesse de leurs actionnaires. Higgins et Schall (1975) et Galai et Masulis (1976) ont montré, par ailleurs, que cet effet de co-assurance conduisait à augmenter la valeur de marché des dettes de la firme et donc à diminuer la valeur de marché de ses titres, ce qui bénéficie aux obligataires au détriment des actionnaires. Ainsi, le niveau d'endettement de la société résultante peut être augmenté au-delà de la somme des niveaux individuels des sociétés, sans augmenter le risque de défaut. Si tel est le cas, comme dans toute augmentation de capital, une offre en titres augmente cet effet et conduit à un transfert plus important de richesse entre actionnaires et obligataires, ce qui se traduit par une diminution importante du cours du titre. Au contraire, une offre en *cash* pourrait compenser la diminution des titres de la société initiatrice causée par les phénomènes de co-assurance.

### **1.8. Les théories liées aux délais de réalisation de l'opération<sup>15</sup>**

Le délai nécessaire pour obtenir l'autorisation de réaliser une offre en actions est plus long que dans le cadre d'une offre en *cash*. La société initiatrice qui souhaite réaliser une offre hostile est donc incitée à utiliser du *cash* pour financer son acquisition afin de ne pas pouvoir laisser le temps à la société cible d'organiser sa défense.

Ces délais influencent également la probabilité qu'il y ait des renégociations des termes du contrat. Dans le cadre d'une offre par échange d'actions dans un rapport fixé, il est tout à fait possible qu'entre le moment où l'opération est annoncée et le moment où elle doit se réaliser, les cours des sociétés aient évolué de telle sorte qu'une des deux parties ait une incitation forte à demander une renégociation des termes de l'offre. La méthode de paiement peut donc également être choisie de façon à minimiser les coûts de renégociation.

---

<sup>15</sup> Pour une synthèse des études empiriques, voir tableau 11 en annexe.

### 1.8.1. L'hypothèse des délais de contrôle

Selon Martin (1996), le mode d'acquisition peut jouer un rôle important dans le choix de la méthode de paiement. Une offre publique financée par du *cash* est soumise au *William Act* et peut débiter quelques jours après l'annonce de l'opération. Au contraire, une offre en titres, qu'elle soit proposée dans le cadre d'une offre publique ou dans le cadre d'une fusion doit respecter le *Securities Act* de 1933 et nécessite pour l'initiatrice d'obtenir l'autorisation de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) (voir Gilson (1986)). L'obtention de cette autorisation peut prendre plusieurs mois. Or, la vitesse de transaction a un impact sur le succès d'une opération hostile, puisque le processus prend plus de temps lors d'un règlement en titres, la direction de la cible a donc plus de temps pour organiser une riposte. Ce délai permet également à des offreurs concurrents de rentrer dans la compétition pour l'obtention de la cible.

Enfin, ce délai permet à la direction de la cible, si elle le souhaite, de donner de l'information privilégiée sur sa propre valeur à son offreur préféré (qui est un autre offreur que celui qui a fait l'offre initiale). Dans ce cas, l'offreur privilégié peut offrir une prime plus élevée. Une offre hostile en titres a donc une probabilité plus faible de succès qu'une offre hostile financée par du *cash*.

Les résultats présentés par Martin (1996) sont cohérents avec cette hypothèse. Selon lui, le désir de réaliser l'opération aussi vite que possible du fait de la compétition actuelle ou possible d'autres sociétés initiatrices, associé aux différentes lois applicables en fonction de la méthode de financement finalement retenue, incite les dirigeants à utiliser du *cash* lors des offres publiques.

En revanche, Noronha et Sen (1995) montrent que le caractère hostile ou amical de l'offre n'est pas fonction de la méthode de paiement.

### 1.8.2. L'hypothèse de minimisation des coûts de négociation

Selon Officer (2004), la méthode de paiement utilisée pour financer une acquisition peut être choisie de façon à minimiser les coûts de renégociation des deux sociétés au moment de l'opération. La période séparant l'annonce de l'opération et sa réalisation étant assez longue, les dirigeants ont une incitation ex-post à demander une renégociation des termes du contrat si la valeur de l'offre faite par l'acquéreur a sensiblement changé par rapport à la valeur de la cible pendant cette période.

Le risque de devoir renégocier une offre est particulièrement fort lorsque la société initiatrice propose un nombre fixe de ses propres actions afin d'acquérir les actions de la cible. En effet, dans ce cas, une diminution de la valeur des titres de l'initiatrice réduit la valeur de la compensation versée aux actionnaires de la société cible, l'élasticité de l'offre (c'est-à-dire la sensibilité d'une offre aux changements de valeur de la firme fusionnée) étant élevée. Afin d'éviter cette renégociation coûteuse des termes du contrat, la société initiatrice peut protéger la cible contre une diminution de sa compensation, en cas de chute du cours de l'initiatrice, en incluant, par exemple, une protection de type *collar* dans l'offre. Bien que la négociation ex-ante d'un tel outil financier soit coûteuse pour les deux parties, Officer (2004) pense que le *collar* est utilisé comme un dispositif contractuel permettant de réduire les coûts attendus de renégociation ex-ante tout au long de la période de négociation.

Cependant, les coûts attendus entre l'annonce de l'opération et sa réalisation seront plus faibles si l'élasticité de l'offre correspond aux sensibilités de la cible et de l'initiatrice face aux chocs économiques au cours de la période. Autrement dit, si les deux sociétés doivent faire face à des chocs économiques très différents, ou si la sensibilité de leur valeur de marché est très différente pour un même choc, alors une offre à élasticité élevée (une offre en titres) est de nature à nécessiter une renégociation ex-post.

De ce fait, la volonté de construire une offre d'une façon qui minimise les coûts de renégociation conduira les sociétés initiatrices et les sociétés cibles à choisir la méthode de paiement pour que les changements de valeur de l'offre correspondent aux changements de valeur des actifs de la cible. La société utilisera du *cash*, si elle n'est pas contrainte financièrement, ou une protection (de type *collar* par exemple), si les valeurs des titres de la société cible et de la société initiatrice ne sont pas suffisamment corrélées pour que l'on puisse s'attendre à une offre en titres uniquement sans que celle-ci ait besoin d'une renégociation.

Cette théorie a été testée par l'auteur dans le même article. Il met en évidence que les déterminants les plus solides de la structure d'offre (*cash* ou titres, inclusion d'un *collar* ou non) sont la volatilité des gains liés au risque de marché de l'offreur et de l'initiatrice. Ce résultat tiendrait donc à démontrer que les sociétés qui fusionnent prennent en compte les différences historiques de sensibilité de leur valeur de marché aux chocs économiques systématiques. Ne pas prendre en compte les différences dans l'exposition au risque de marché pourrait avoir pour conséquence de payer trop ou pas assez pour les actifs de la cible, ce qui pourrait nécessiter de réaliser à nouveau des négociations coûteuses au cours de la période pendant laquelle l'issue de l'opération est incertaine. Ce résultat est donc cohérent avec l'hypothèse de la minimisation des coûts de renégociation, puisque l'élasticité de la demande semble être choisie de façon à assurer que l'offre ne nécessitera pas de renégociation.

### **1.9. L'acquisition de sociétés non cotées<sup>16</sup>**

La plupart des recherches effectuées à ce jour (et donc résumées dans ce premier chapitre) concerne l'acquisition de sociétés cotées par d'autres sociétés cotées. De nombreux auteurs ont montré la réaction négative du prix lors des acquisitions financées par des titres. C'est ainsi que, par exemple, Travlos (1987) et Asquith, Bruner et Mullins (1987) mettent en évidence des gains plus importants pour l'acquéreur dans le cas d'un règlement en *cash* que dans le cas d'un règlement en actions. Comme le montrent Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992), cet impact négatif du règlement en actions ne se limite pas à la période d'annonce, mais s'étend aussi à la période suivant l'opération.

Inversement, les recherches récentes ont montré que lors de l'acquisition de sociétés non cotées par des sociétés cotées, l'utilisation de titres avait un impact positif sur la richesse des actionnaires de l'initiatrice et que l'utilisation de *cash* ne l'influçait pas. En effet, pour Chang (1998), l'acquisition de sociétés non cotées financées grâce à un échange d'actions tend à créer des blocs d'actionnaires extérieurs à la société initiatrice après l'opération. Selon Shleifer et Vishny (1986), cela est positif pour les actionnaires de la société initiatrice, car ces blocs peuvent générer un contrôle effectif des performances ou faciliter les fusions, ce qui peut faire croître la valeur de la société initiatrice.

---

<sup>16</sup> Pour une synthèse des études empiriques, voir tableau 11 en annexe.

Par ailleurs, lorsque les sociétés offrent des titres pour acquérir des sociétés détenues de façon privée par un petit nombre d'actionnaires, les problèmes d'asymétrie informationnelle, décrits entre autre par Myers et Majluf (1984), peuvent être atténués par la révélation d'informations privées aux actionnaires de la société cible. L'auteur explique également que l'actionnaire d'une société cible détenue de façon privée, qui possède une quantité importante de titres, a tout intérêt à examiner les perspectives de l'initiatrice avec la plus grande attention car, à l'issue de l'opération, il détiendra une quantité importante des actions de la société initiatrice. De ce fait, les actionnaires de sociétés détenues de façon privée envoient un signal positif au marché s'ils acceptent une offre en titres.

De même, plus récemment, Fuller, Netter et Stegemoller (2002), à l'aide d'un échantillon comportant 3 135 acquisitions, soulignent que lorsque les sociétés cibles sont des filiales ou des entreprises privées, les gains des acquéreurs sont significativement positifs quelle que soit la méthode de paiement. Les gains réalisés dans le cadre des offres sur les sociétés privées et sur les filiales sont plus élevés pour les offres financées grâce à des titres que pour celles financées grâce à du *cash*. Les auteurs montrent également que, pour les sociétés cotées, lorsque la taille relative des sociétés cibles augmente, les gains augmentent lors des offres en *cash*, qu'ils diminuent lors des offres en titres et qu'ils ne sont pas beaucoup modifiés pour les offres mixtes. À l'inverse, concernant les filiales et les firmes privées, il existe une relation positive entre la taille relative de la société cible et la rentabilité anormale positive de la société initiatrice (voir également Bradley et Sundaram (2004)). Selon les auteurs, cette différence de réaction du marché lors des acquisitions de sociétés privées et de filiales, par rapport aux réactions du marché lors de l'acquisition de sociétés cotées, est due à la création de blocs d'actionnaires, à un effet liquidité et à la fiscalité. L'effet liquidité provient du fait que les sociétés privées et les filiales ne peuvent pas être vendues aussi facilement que les sociétés cotées. Cette faible liquidité rend ces investissements moins attractifs et moins précieux que des investissements similaires (Koeplin, Sarin et Shapiro (2000), Officer (2005)).

Kohers (2004) confirme également le résultat selon lequel les gains des acquéreurs lors des acquisitions de sociétés privées sont plus élevés que ceux obtenus lors des acquisitions de sociétés cotées. Selon l'auteur, ce résultat s'explique par le fait que les motivations des dirigeants à réaliser des acquisitions peuvent être différentes en fonction du statut de la société cible.

En effet, les phénomènes d'hubris peuvent jouer un rôle moins important lors de l'acquisition de société privée que dans le cas d'acquisitions de sociétés cotées. La notoriété publique ou la publicité autour des offres pour les sociétés cotées pourrait être un facteur clé qui induit un comportement proche de l'hubris ou le besoin de gagner chez les dirigeants de sociétés initiatrices. Par opposition, être à l'origine ou rompre les négociations lors des acquisitions de sociétés non cotées peut ne pas être vu comme ayant un coût de prestige pour l'acquéreur (voir aussi Draper et Paudyal, 2006).

De même, les dirigeants motivés par la construction d'un empire, c'est-à-dire par faire croître leur société au-delà de la taille optimale, peuvent plus efficacement construire leur empire grâce aux acquisitions de sociétés cotées plutôt qu'avec l'acquisition de sociétés non cotées qui ont généralement une taille inférieure. De plus, les problèmes d'agence qui empoisonnent les acquisitions de sociétés cotées sont supposés être moins problématiques pour les sociétés non cotées. Les sociétés cotées ont tendance à avoir un actionnariat dispersé, et une propriété managériale souvent faible. La capacité du dirigeant à influencer le *board* peut lui permettre d'exercer un contrôle effectif de la société sans proportion avec sa participation dans la société. Par exemple, les dirigeants de sociétés cotées peuvent être préoccupés par la maximisation de leur propres gains en cherchant des niveaux exorbitants de rémunération ou en obtenant des titres de prestige ou de puissance. Ces problèmes d'agence à l'intérieur de la cible imposent un coût pour l'acquéreur qui doit y remédier. De ce fait, puisque la probabilité de l'acquisition motivée par des phénomènes d'hubris ou par d'autres raisons conduisant à un excès de paiement est plus faible lors de l'acquisition de société privée, les motivations ont plus de chances d'être liées aux phénomènes de synergie.

Pour Hansen et Lott (1996), les actionnaires de sociétés cotées possèdent des portefeuilles diversifiés qui contiennent les actions d'autres sociétés, mais qui ne peuvent inclure des actions de sociétés détenues de façon privée. Pour cette raison, ils pensent qu'étant donné la conservation de valeur, les actionnaires se moquent du fait que les dirigeants achètent trop cher les cibles cotées, car les pertes réalisées par les acquéreurs sont des transferts de richesse vers les actionnaires de la société cible. L'acquisition d'une société cible non cotée est une chose différente, puisque celle-ci ne fait pas partie du portefeuille des actionnaires de l'initiatrice si bien que ces derniers insisteront pour qu'uniquement des acquisitions de sociétés créatrices de valeur détenues de façon privée soient réalisées.

Faccio, McConnell et Stolin (2006) ont testé ces différentes hypothèses. En premier lieu, ils testent si, effectivement, l'effet « société cotée » pourrait être un effet « création de blocs d'actionnaires ». En utilisant une estimation pour la création des blocs d'actionnaires, ils montrent que contrairement à l'hypothèse de Chang (1998), dans une proportion légèrement supérieure, les acquéreurs de sociétés cibles cotées structurent l'opération de façon à créer des blocs d'actionnaires dans la société initiatrice plus souvent que ne le font les acquisitions de sociétés non cotées. Peu importe si un bloc d'actionnaires est créé ou non, la rentabilité anormale des sociétés non cotées est positive et significativement différente de 0. Elle est également significativement plus élevée que la rentabilité anormale des sociétés cibles cotées. De plus, peu importe si l'acquisition crée ou ne crée pas un bloc d'actionnaires, la rentabilité anormale moyenne de l'acquéreur n'est pas statistiquement différente de 0. L'effet société cotée n'est donc pas un effet création de blocs d'actionnaires.

Les auteurs ont ensuite testé l'effet « taille de l'acquéreur », selon lequel les sociétés initiatrices de grandes tailles tenteraient d'acquérir des cibles cotées, alors que les acquéreurs de plus petites tailles tenteraient d'acquérir des sociétés non cotées. De façon peu surprenante, les auteurs constatent que les acquéreurs de sociétés cotées ont tendance à être plus grande que les acquéreurs de sociétés non cotées. Bien qu'à la fois les petits acquéreurs et les grands acquéreurs réalisent des pertes lorsqu'ils acquièrent des sociétés cotées, les petits acquéreurs réalisent de moins bonnes performances dans leur échantillon. Par opposition, les petites sociétés initiatrices font un peu mieux que les grosses sociétés initiatrices lorsqu'elles acquièrent des sociétés non cotées. Néanmoins, à la fois les petits et les grands acquéreurs réalisent des gains significatifs lorsqu'ils achètent des sociétés non cotées. Enfin, à la fois les petites et les grandes sociétés acquéreuses de sociétés non cotées réalisent des gains significativement plus élevés que ceux réalisés par les petits et grands acquéreurs de cibles cotées. L'effet société cotée n'est pas un effet taille déguisé.

Les résultats empiriques présentés par Faccio, McConnell et Stolin (2006) sont également contraires à l'hypothèse de la prime d'illiquidité de Fuller, Netter et Stegemoller (2002). De même, Ang et Kohers (2001) trouvent que la prime est plus importante lors de l'acquisition de sociétés détenues de façon privée. Selon les auteurs, ce résultat peut s'expliquer par leur fort pouvoir de négociation qui leur permet de décider quand et comment vendre. L'effet société cotée n'est donc pas juste un effet liquidité.

Enfin, Faccio, McConnell et Stolin (2006) proposent un test de la théorie d'Hansen et Lott (1996). Selon leur hypothèse, les actionnaires ne devraient pas se soucier du fait que les dirigeants payent trop cher leur acquisition de filiales de sociétés cotées. Dans leur échantillon, 95% des sociétés mères des filiales sont des sociétés cotées. Or, ils mettent en évidence une moyenne significativement positive pour les sociétés filiales. Ce résultat est incohérent avec la théorie d'Hansen et Lott (1996).

Autrement dit, les travaux de Faccio, McConnell et Stolin (2006) contredisent l'ensemble des théories permettant d'expliquer les rentabilités anormales observées lors de l'acquisition de sociétés cotées. Ainsi, à ce jour, les recherches n'ont pas permis de comprendre pourquoi les rentabilités anormales étaient plus importantes lors de l'acquisition d'une société non cotée que lors de l'acquisition d'une société cotée. De même, aucune théorie ne permet d'expliquer l'importance du choix de la méthode de paiement lors de l'acquisition de sociétés non cotées.

## **1.10. Conclusion**

Depuis la fin des années 1970, les auteurs en finance ont étudié les éléments qui influencent le choix de la méthode de paiement (offre en numéraire, en actions ou mixte) lors des opérations de fusions-acquisitions. Cette recherche avait pour objectif de présenter les principales théories développées à ce jour dans ce domaine, ainsi que les principaux tests empiriques de ces théories.

Un premier groupe de théories est lié à l'endettement des deux sociétés concernées. Ainsi, certains auteurs ont supposé que la méthode de paiement était choisie de façon à optimiser la structure du capital de la société fusionnée après l'opération. D'autres, à l'image de Jensen, ont montré le rôle positif que la dette pouvait jouer sur les actions des dirigeants. Ainsi, tout comme le contrôle externe et la propriété managériale, l'endettement pourrait inciter les dirigeants à œuvrer dans l'intérêt des actionnaires. Le législateur peut également avoir un impact important sur le choix de la méthode de paiement. En imposant immédiatement les plus-values réalisées lors d'une offre en *cash* et en les différant lors des offres par échange d'actions, il rend intéressante cette seconde méthode de paiement pour les actionnaires de la cible qui ne souhaitent pas être imposés immédiatement.

Inversement, le législateur a rendu le paiement en actions moins intéressant pour la société initiatrice qui est pressée de réaliser son acquisition, car dans ce cas, les autorisations sont plus longues à obtenir. Les performances passées et futures des deux sociétés concernées ainsi que celles du marché sont également de nature à influencer ce choix. Enfin, les problèmes d'asymétrie informationnelle entre les dirigeants des deux sociétés et la compétition entre les différents offreurs sont également supposés influencer le choix de la méthode de paiement, car dans ces deux cas, l'utilisation de titres comportent un désavantage par rapport à l'utilisation du *cash*.

Il ressort de cette étude que, bien souvent, les travaux empiriques ne permettent pas de valider les différentes théories, car celles-ci mettent fréquemment en évidence des résultats contradictoires. Il existe donc un besoin de connaissances encore important sur cette question, d'autant plus que les dernières recherches ont posé plus de questions qu'elles n'ont donné de réponses. Ainsi, par exemple, les différentes théories élaborées pour expliquer l'importance du choix de la méthode de paiement lors des acquisitions de sociétés non cotées ne sont pas vérifiées empiriquement. Les recherches futures devront donc notamment s'attacher à expliquer ce point.

Le choix par le dirigeant de la méthode de paiement lors d'une acquisition est une décision très complexe, car elle est influencée par un très grand nombre de variables. Avant de prendre sa décision, le dirigeant doit prendre en considération ses propres intérêts, la législation, les performances passées et futures des deux sociétés, l'état actuel du marché des actions, etc. Le fait qu'il existe une multitude d'éléments influençant ce choix est très certainement la première raison permettant d'expliquer que les études empiriques sont contradictoires.

Rejeter l'ensemble des théories existantes sous prétexte que certaines études empiriques ne permettent pas de les valider serait très certainement une erreur. Il serait au contraire intéressant d'étudier en détail les raisons qui font que, dans certains cas, les théories sont validées et que, dans d'autres cas, elles doivent être rejetées (composition de l'échantillon en terme d'opérations hostiles/amicales, statut de la société cible, taille de l'opération, etc.).

## CHAPITRE 2

# L'IMPORTANCE DES MÉTHODES DE PAIEMENT DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS : LE CAS BNP PARIBAS

### 2.1. Introduction

Depuis une vingtaine d'années, de nombreuses recherches en finance se sont penchées sur la question du choix de la méthode de paiement utilisée dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. Les premiers travaux empiriques se sont concentrés sur l'impact du choix de la méthode de paiement sur la richesse des actionnaires. Ainsi, Wansley, Lane et Yang (1983), Huang et Walkling (1987), Franks, Harris et Mayer (1988) et Eckbo et Langohr (1989) montrent que, lors de l'acquisition de sociétés cotées, les gains réalisés par les sociétés cibles sont plus élevés dans le cadre d'une offre en *cash* que dans le cadre d'une offre en actions. De même, Travlos (1987) montre que les gains de l'initiatrice sont plus élevés lorsqu'elle offre du *cash* plutôt que des actions.

Parallèlement, de très nombreux modèles et théories ont été développés afin d'expliquer le choix de la méthode de paiement dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions (voir chapitre 1). Ces différents travaux suggèrent que des éléments aussi variés que l'asymétrie informationnelle entre la société initiatrice et la société cible, la fiscalité, les phénomènes de dilution, etc. influencent le choix de la méthode de paiement.

Les objectifs de ce chapitre sont multiples. Il s'agit dans un premier temps de confronter ces théories à la réalité d'un cas concret. Le cas BNP-Paribas-Société Générale constitue à ce sujet un terrain idéal pour étudier les raisons qui incitent les dirigeants à offrir une méthode de paiement particulière plutôt qu'une autre, car la lutte entre les deux banques françaises s'est traduite par l'utilisation successive de différentes méthodes de paiement. Le second objectif de cette étude est d'étudier la réaction du marché à court terme à l'annonce des différentes surenchères réalisées par la BNP et la Société Générale et la réaction du marché à long terme à l'issue de l'annonce des résultats des offres publiques.

Ce chapitre est structuré de la manière suivante. La première section présente les objectifs de la recherche et la méthodologie de cette étude. La deuxième section présente les différentes surenchères réalisées dans le cadre de la lutte entre la BNP et la Société Générale pour obtenir le contrôle de Paribas, discute la méthode de paiement retenue pour financer chaque offre et montre l'impact des différentes surenchères sur la richesse des actionnaires de la société cible et de la société initiatrice.

## ***2.2. Objectifs de la recherche et méthodologie***

Malgré les très nombreuses théories qui ont été développées à ce jour, aucune ne semble réellement devoir s'imposer sur les autres. En effet, comme le souligne le premier chapitre, les études empiriques qui ont été réalisées pour tester ces modèles livrent des résultats bien souvent contradictoires. Devant cette incapacité à obtenir des conclusions solides à partir d'études empiriques sur de larges échantillons, le recours à l'analyse de cas semble approprié pour comprendre le choix de la méthode dans les opérations de fusions-acquisitions. À notre connaissance, il n'existe pas de travaux antérieurs au nôtre reposant sur la méthodologie de l'étude de cas consacrés à cette question.

La lutte entre la Société Générale et la BNP pour le contrôle de Paribas constitue un terrain idéal pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Tout d'abord, le fait que l'offre a été contestée permet d'analyser l'impact de cette compétition sur le choix de la méthode de paiement. De plus, le fait que les sociétés initiatrices proposent différentes méthodes de paiement lors des surenchères successives permet d'étudier l'impact à court terme du choix de la méthode sur la richesse des actionnaires. L'opération ayant eu lieu en 1999, elle permet également d'étudier l'impact à long terme de la fusion entre BNP et Paribas sur la richesse des actionnaires. Enfin, cette opération est également intéressante, car il s'agit de l'un des uniques cas d'utilisation d'un certificat de valeur garantie dans une offre.

L'objectif de cette étude est donc d'essayer de comprendre les raisons qui ont incité la BNP et la Société Générale à offrir différentes méthodes de paiement pour acquérir Paribas et de mesurer l'impact de ce choix sur la valeur des sociétés impliquées dans les offres successives.

Afin de mesurer l'effet des différentes surenchères sur la richesse des actionnaires des trois banques, nous avons calculé les rentabilités anormales des trois sociétés grâce au modèle de marché modifié qui définit la rentabilité anormale comme étant l'écart entre la rentabilité de la banque (notée  $r_i$ ) et la rentabilité de l'indice bancaire européen (notée  $r_m$ ) :

$$AR_i = r_i - r_m$$

Les rentabilités anormales sont calculées lors des différentes surenchères et lors des ouvertures des offres pour une fenêtre d'événements de deux jours (c'est-à-dire le jour précédent et le jour de l'annonce de l'événement), ainsi que sur les périodes séparant les différentes offres. Les dates d'annonce ont été déterminées grâce à la base de données Lexis Nexis qui contient notamment de très nombreux articles de presse française. Pour chaque rentabilité anormale cumulée entre le jour K et le jour L, nous avons calculé le test t de la façon suivante :

$$t = \text{Rentabilité Anormale}_{KL} / \text{Ecart type}_{KL}$$

Conformément à Ruback (1982) et Bruner (1999), l'estimation de l'écart-type est ajustée par l'autocovariance des gains :

$$\text{Ecart Type}_{KL} = (T * \text{VAR}(AR_t) + 2(T - 1)\text{COVAR}(AR_t, AR_{t-1}))^{1/2} \text{ Où } T=L-K+1$$

La variance et la covariance des titres des trois banques ont été estimées sur la période d'un an précédant la première offre de la Société Générale sur Paribas. Entre le 29/01/1998 et le 28/01/1999, c'est-à-dire au cours des 248 jours de bourse séparant ces deux dates, nous avons estimé la variance et la covariance du cours de la BNP comme étant égales respectivement à 0,00069448 et à 0,00002444335. Pour la Société Générale, nous avons trouvé respectivement 0,00063321 et 0,00011985 et pour Paribas 0,00040478 et 0,0000075. La période d'analyse s'étend entre 01/02/1999, date d'annonce de la première offre de la Société Générale et le 13/08/1999, date d'annonce officielle du succès de la BNP pour son offre sur Paribas (voir figure 9 en annexe).

Suite à l'annonce du succès de l'offre de la BNP sur Paribas, nous avons cherché à savoir quel impact à long terme avait eu cette fusion sur la richesse des actionnaires de la BNP et sur ceux de la Société Générale. Depuis Ritter (1991), la rentabilité anormale *buy and hold* est devenue la méthode classiquement utilisée pour calculer les rentabilités anormales à long terme. Cette technique permet d'obtenir la rentabilité sur plusieurs années d'une stratégie d'investissement dans toutes les sociétés qui ont réalisé une opération, et de revendre à la fin d'une période de détention prédéfinie et de comparer cette stratégie à l'investissement dans des sociétés similaires qui n'ont pas réalisé cette opération. Puisqu'il s'agit ici d'une étude de cas, cette méthodologie ne peut être appliquée en l'état. Néanmoins, nous nous sommes inspirés de cette technique pour calculer l'impact à long terme de cette opération de fusion-acquisition sur les actionnaires de la BNP et de Paribas. Tout comme dans la technique de Ritter (1991), nous avons calculé les rentabilités mensuelles sur la période de trois ans pour les deux sociétés concernées et pour un certain nombre de benchmarks de la façon suivante :

$$R_i = \prod_{t=1}^{36} (1 + r_{i,t})$$

### ***2.3. Analyse du choix de la méthode de paiement et de son impact sur la richesse des actionnaires***

#### **2.3.1. La première offre de la Société Générale**

##### **2.3.1.1. Discussion du choix de la méthode de paiement**

Alors que des pourparlers étaient en cours entre la BNP et Paribas, la Société Générale et Paribas surprennent tout le monde en annonçant le 1<sup>er</sup> février 1999 leur projet de fusion amicale qui prend la forme d'une large offre publique d'échange de 15,1 milliards d'euros.

L'utilisation d'actions s'explique par le fait que le secteur bancaire est un secteur où le financement d'une acquisition par endettement est difficile du fait des contraintes qui pèsent sur les banques en termes de fonds propres prudentiels. Ainsi, les banques doivent respecter ce que l'on appelle le ratio Cooke. Ce ratio exige que le rapport entre les fonds propres et les quasi-fonds propres (c'est-à-dire les réserves, les titres subordonnés et certaines provisions) sur l'ensemble des engagements pondérés selon la nature de l'emprunteur respecte deux exigences :

- (fonds propres + quasi-fonds propres) / ensemble des engagements pondérés > 8%
- fonds propres / ensemble des engagements pondérés > 4%

Il est assez courant que les banques se fixent des contraintes en termes de fonds propres encore plus sévères que celles exigées par la réglementation. Dès lors, sachant qu'il est peu probable que la banque initiatrice dispose d'un excédent de fonds propres suffisant pour financer une opération significative sans une augmentation de capital concomitante, il est assez rare de voir une banque financer une large acquisition uniquement avec du *cash*.

Au niveau de la fiscalité, les offres en titres sont généralement non imposables jusqu'au moment où les titres reçus sont vendus effectivement (sursis d'imposition). En revanche, les offres en *cash* sont considérées comme imposables immédiatement (assimilation à une cession de titres) pour les actionnaires de la cible et nécessitent alors le versement d'une prime plus élevée afin de compenser l'imposition immédiate (Huang et Walkling, 1987). La prime associée à un règlement en *cash* devrait donc être supérieure en moyenne à celle à verser en cas d'un règlement en titres.

Paribas étant une banque de grande envergure, un financement en *cash* n'est pas envisageable pour la Société Générale, d'autant qu'il nécessiterait le versement d'une prime plus élevée (selon la théorie fiscale). Il est donc assez logique que la Société Générale annonce une offre par échange d'actions le 1<sup>er</sup> février 1999.

Le fait que cette offre a été financée partiellement par des actions est également cohérent avec les prédictions du modèle d'Hansen (1987), qui stipule entre autres que si la cible représente un poids important par rapport à la société initiatrice, cette dernière utilisera avec une probabilité plus importante des titres comme méthode de paiement.

Le paiement en titres d'une acquisition comporte néanmoins quelques inconvénients, notamment au sujet de l'évaluation de la qualité des titres échangés et des problèmes de dilution. Ainsi, sur ce second point, de nombreux auteurs pensent que le choix de la méthode de paiement peut dépendre de la propriété managériale des deux sociétés impliquées dans l'opération. Cependant, comme le fait remarquer Martin (1996), la corrélation entre la propriété managériale et la probabilité d'un financement en titres est négative et non linéaire. Ainsi, ce phénomène n'est important, d'après les résultats de Martin, que si les dirigeants possèdent entre 5 et 25% du capital. Au-delà et en deçà de cette proportion, la propriété managériale ne permet pas d'expliquer de façon significative le choix de la méthode de paiement. De même, ce raisonnement semble pouvoir s'appliquer aux grands actionnaires des sociétés qui peuvent ne pas souhaiter voir leur participation diluée par un financement en titres et faire pression sur les dirigeants pour que des titres ne soient pas proposés pour financer l'acquisition.

Or, l'actionnariat des trois banques est très dispersé. La propriété managériale et les phénomènes de dilution des actionnaires actuels ne semblent donc pas devoir influencer sur le choix de la méthode de paiement dans le cas présent (voir figure 4, figure 5 et figure 6, p78).

En revanche, il est nécessaire pour les actionnaires de la société cible de s'interroger à chaque opération sur la qualité des titres offerts par les initiateurs, un règlement par échange de titres étant risqué pour l'actionnaire de la société cible du fait du caractère contingent des actions. En effet, la valeur du titre reçu est fonction de la valeur actualisée des *cash-flows* futurs de la société résultante qui sont par définition incertains, alors qu'une offre en numéraire a une valeur certaine.

Il est possible qu'un dirigeant profite de la surévaluation passagère des titres de la société qu'il dirige afin d'acquérir à moindre coût les titres d'une société cible. Ainsi, sans même qu'il existe de synergies entre les deux sociétés, le dirigeant de la société initiatrice peut créer de la valeur pour ses actionnaires, au détriment des actionnaires de la société cible. Il s'agirait tout simplement dans ce cas d'un transfert de richesse des actionnaires de la société cible vers les actionnaires de la société initiatrice.

Dans une telle situation, malgré la prime offerte aux actionnaires de la société cible, il peut être très dommageable pour ces derniers d'apporter leurs titres à l'offre et de les conserver. Ce raisonnement est d'autant plus valable si la société cible dispose de bonnes opportunités d'investissement, alors que celles de la société initiatrice sont faibles. Dans ce cas, la proposition de l'initiatrice est volontairement destructrice de valeur pour les actionnaires de la société cible.

Parfois, la proposition peut être involontairement destructrice de valeur. Ainsi, il se peut pour différentes raisons (par exemple, erreur dans l'évaluation des synergies) que les objectifs annoncés ne soient pas atteints et que la rentabilité ne soit pas aussi forte que prévu, voire qu'elle soit négative si les coûts de restructuration sont importants. Dès lors, l'actionnaire de la société cible se doit d'être très vigilant lorsqu'on lui propose des titres comme méthode de paiement.

Messieurs Bouton et Levy-Lang n'ont cependant pas jugé intéressant de proposer une quelconque garantie aux actionnaires de Paribas sur la valeur des titres de la Société Générale offerts à l'échange, ce qui aurait incité les actionnaires à apporter leurs titres, ni d'adjoindre une partie en *cash* à leur offre, ce qui aurait pu dissuader des acquéreurs potentiels d'intervenir. Ils pensaient avoir mis hors course les autres prétendants à Paribas et en particulier la BNP, en concluant cet accord de fusion. Daniel Bouton déclarera d'ailleurs à ce sujet : « Je n'avais jamais envisagé que la BNP puisse se sentir acculée de la sorte, lorsque nous avons annoncé la création de SG Paribas. Il ne m'était pas venu à l'esprit qu'elle lance une opération aussi risquée qu'une fusion à trois, soulevant l'hostilité de notre personnel » (*Le Monde*, 7 août 1999). Il est vrai que les offres inamicales échouent deux fois sur trois en moyenne et qu'une offre non sollicitée serait une première dans le paysage bancaire français.

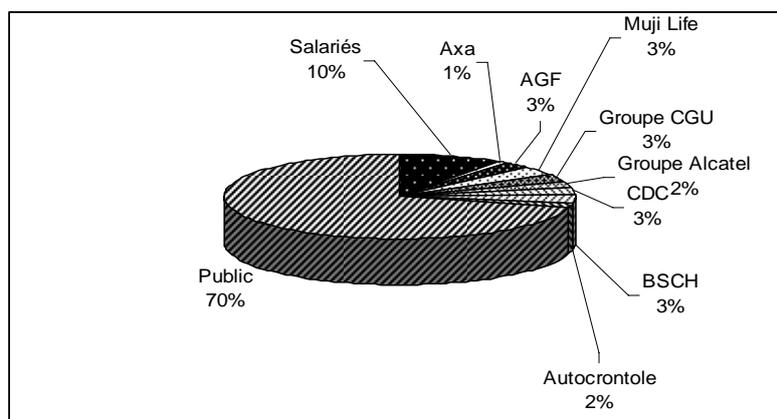
### **2.3.1.2. La réaction du marché**

L'annonce de l'offre publique d'échange de la Société Générale sur Paribas se traduit par une rentabilité anormale positive de 6,64% ( $t=2,31$ ) pour Paribas et une rentabilité anormale négative de -5,76% ( $t=-1,49$ ) pour la Société Générale et de -5,68% ( $t=-1,50$ ) pour la BNP (voir tableau 12). La réaction du marché est conforme aux études empiriques antérieures.

La société cible voit son cours augmenter et la société initiatrice son cours diminuer du fait de la prime versée pour inciter les actionnaires de la cible à apporter leurs titres à l'offre. L'évolution du cours de la BNP s'explique par l'échec des négociations entre Paribas et la BNP et par la situation inconfortable dans laquelle se trouve désormais la banque, car, isolée, la BNP peut faire elle-même l'objet d'une offre publique sur ses propres titres. À l'ouverture de l'offre de la Société Générale, le marché réagit à la baisse pour les trois banques, mais la BNP semble mieux résister (-0,78%) que la Société Générale (-2,62%) et Paribas (-3,90%), témoignant ainsi de la méfiance des investisseurs vis-à-vis de l'offre de la Société Générale.

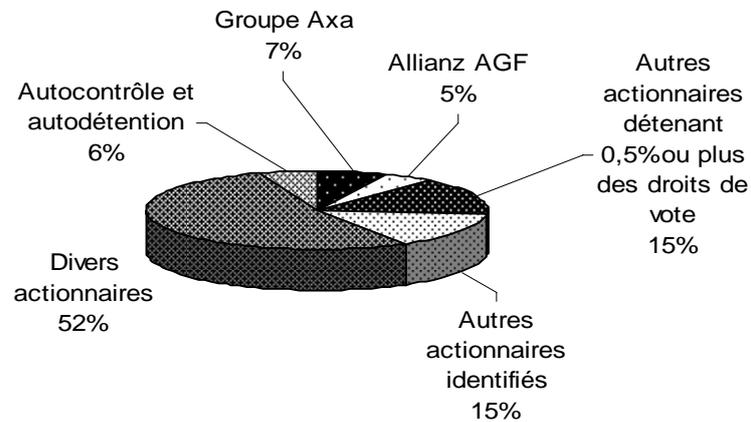
Entre le 30 janvier et le 8 mars 1999, c'est-à-dire au cours de la période séparant la veille de l'annonce de l'offre de la Société Générale de la veille de l'annonce de la double surenchère de la BNP, la rentabilité anormale cumulée de la Société Générale est de -10,17%. Malgré la prime offerte par l'offre publique, Paribas a également subi sur la même période une perte anormale cumulée de -3,16%. La prime modérée de 17%, le fait de n'avoir utilisé que des titres dans l'offre et la circonspection du marché à l'égard de l'OPE de la Société Générale laissent une certaine marge de manœuvre pour une contre-offre. La BNP va profiter de cette faiblesse pour entrer dans le combat pour Paribas, d'autant que la composition de l'actionnariat des trois banques y est favorable.

En effet, la majorité des actions en circulation des trois banques est détenue par le public, ce qui rend les trois banques françaises vulnérables, car opéables (voir figure 4, figure 5 et figure 6). Ainsi, la Société Générale est détenue à hauteur de 70% par le public, de 10% par ses salariés, de 2% par elle-même et de 18% par des investisseurs institutionnels (CGU, AGF, BSCH...).



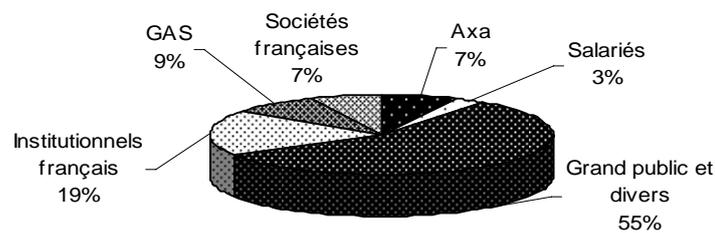
**Figure 4 : Répartition de l'actionnariat et principaux actionnaires de la Société Générale avant l'OPE (source : Note d'information COB n° 99 914).**

Paribas est également très vulnérable, car son capital est très largement détenu par le public (52% du capital est détenu par divers actionnaires et 30% par des actionnaires identifiés). La société possède 6% de ses propres actions fin janvier 1999 et ses deux actionnaires principaux sont des assurances (Axa et Allianz AGF qui possèdent respectivement 7 et 5% du capital de Paribas).



**Figure 5 : Répartition de l'actionnariat de Paribas au 29/01/1999 (source rapport annuel).**

Le capital de la BNP est également majoritairement détenu par le grand public (55%). L'actionnariat salarial de la BNP est plus faible (3%), mais la BNP dispose d'un groupe d'actionnaires stables (9%) et d'un actionnaire majoritaire (Axa qui détient 7% du capital de la BNP), le reste du capital est détenu par des sociétés et des institutionnels français. Cette répartition de l'actionnariat de la BNP ne la protège absolument pas contre une opération hostile d'un grand groupe européen, et elle se doit de se rapprocher d'une ou plusieurs autres banques sous peine de risquer d'être à son tour la cible d'une offre sur ses actions.



**Figure 6 : Répartition de l'actionnariat de la BNP au 31/12/1998 (source : rapport annuel).**

Il est intéressant de remarquer que l'État n'a pas conservé de participations significatives dans les banques depuis leurs privatisations. En effet, il n'a gardé que 2% de la Société Générale via la Caisse des Dépôts et Consignations, il est lui donc difficile d'influer sur les discussions. À l'inverse, Axa est actionnaire des trois banques. L'assureur détient 7% du capital de la BNP et de Paribas et 3% du capital de la Société Générale.

## **2.3.2. La double OPE de la BNP**

### **2.3.2.1. Discussion du choix de la méthode de paiement**

Selon le modèle de Fishman (1988), si la Société Générale avait proposé une évaluation importante pour la cible, la BNP aurait dû faire face à une faible probabilité de gagner et si celle-ci avait gagné, à de faibles gains espérés, ce qui aurait pu décourager la BNP d'entrer dans la compétition. Mais, sûrs de leur victoire, les dirigeants de la Société Générale et de Paribas ne se sont pas mis à l'abri d'une offre concurrente, et puisque la BNP a décidé de contre-attaquer, du fait de cette compétition entre les différents acquéreurs potentiels, les grands vainqueurs seront les actionnaires de la société cible et les grands perdants seront les actionnaires de la société initiatrice (Berkovitch et Narayanan (1990), Bradley, Desai et Kim (1988) et De, Fedenia et Triantis (1996)). Dans ce cas, en effet, il peut en résulter une guerre d'enchères entre les offreurs, qui peut conduire les différents « belligérants » à offrir une prime excessive, c'est-à-dire plus élevée que l'évaluation de la cible.

La BNP réagit finalement le 9 mars 1999 en lançant une double OPE sur la Société Générale et sur Paribas pour former à trois SBP. Les offres atteignent un montant total de 37 milliards d'euros. La BNP offre un ratio de 11:8 pour Paribas et un ratio de 15:7 pour la Société Générale.

Bien que les offres fassent ressortir des primes de l'ordre de 14 % pour la Société Générale et de l'ordre de 23,8 % pour Paribas, de nombreux analystes sont déçus par les offres de la BNP. En effet, ils jugent correct le prix proposé pour Paribas, mais modeste l'offre faite sur la Société Générale. Sûre de son projet, la BNP offre une prime aux actionnaires de la Société Générale jugée faible. C'est aussi, affirme-t-elle, une manière de montrer qu'elle veut être amicale : les opérations concertées offrent en général une prime moins élevée que les opérations hostiles.

Certains actionnaires le déplorent, car la prime offerte par la BNP ne correspond pas aux risques que présente une opération à trois et n'offre pas de *cash*. Outre les primes modérées, les actionnaires sont déçus par l'absence de garanties offertes par la BNP. Les risques évoqués précédemment concernant l'effet contingent des titres sont encore plus prégnants dans l'offre de la BNP. En effet, le caractère hostile, la complexité du projet et l'urgence dans laquelle la contre-offre a été montée rendent encore plus incertains le succès du projet et l'atteinte des objectifs fixés par la BNP.

L'offre en titres de la BNP n'est donc pas en mesure de rassurer les actionnaires de la société cible. La BNP, si elle avait souhaité signaler des synergies importantes, aurait dû se démarquer de l'offre de la Société Générale. En effet, les sociétés initiatrices dont les gains liés à l'opération sont élevés ont intérêt à se différencier des sociétés initiatrices dont les gains liés à l'opération sont plus faibles. Puisqu'il est impossible pour la cible de connaître la valeur des titres offerts par l'initiateur, la meilleure façon de se différencier, et donc de signaler aux actionnaires de la cible des synergies, est d'utiliser du numéraire, sa valeur n'étant pas affectée par les problèmes d'asymétrie informationnelle. Ainsi, pour Blazenko (1987), les projets de qualité sont signalés par l'utilisation de dettes ou de *cash*. En effet, les dirigeants averse au risque n'utiliseront pas de *cash* s'ils sont contraints d'émettre de la dette pour en obtenir, à moins qu'ils ne soient persuadés que la qualité des titres à acquérir justifie le risque personnel de perte d'emploi.

Autrement dit, puisque les dirigeants ne sont pas favorables à l'utilisation de *cash* comme mode de paiement, le fait qu'ils en utilisent malgré tout peut être un signal concernant le potentiel des titres à acquérir. Ce raisonnement est d'autant plus vrai dans le domaine bancaire que les banques ont des contraintes reposant sur leurs ratios prudentiels.

De même, le modèle d'Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) stipule que plus la quantité offerte de titres dans l'offre mixte est importante, plus le signal de création de valeur future est faible. L'utilisation de *cash* aurait permis de signaler de la création de valeur.

### **2.3.2.2. La réaction du marché**

Contrairement à l'annonce de l'OPE de la Société Générale, l'annonce de la double OPE de la BNP est bien accueillie par le marché. Paribas, la Société Générale et la BNP réalisent des gains anormaux respectivement de 14,49% ( $t=5,05$ ), de 7,33% ( $t=1,89$ ) et de 1,72% ( $t=0,45$ ).

De même, à l'ouverture de l'offre publique, le marché réagit à nouveau de façon très favorable (respectivement +1,73%, + 5,79% et + 3,32%), mais sanctionne fortement le rejet par la Société Générale et Paribas de l'offre de la BNP (respectivement -6,17%, -10,04% et -10,93%). Ces résultats sont conformes à l'idée que le marché soutient le projet SBP et confirment qu'en cas de projets contestés, les sociétés cibles réalisent des rentabilités anormales importantes, puisque du 8 mars 1999 au 17 mai 1999, c'est-à-dire au cours de la période séparant la veille de l'annonce de la double offre de la BNP à la veille de la surenchère de la Société Générale, Paribas réalisait des gains anormaux de 20,1% et la Société Générale des gains de 17,65%, alors que la BNP réalisait des pertes anormales de -0,25%.

### **2.3.3. La surenchère de la Société Générale : discussion du choix de la méthode de paiement et réaction du marché**

Le 14 juin 1999, afin de mettre l'ensemble des chances de son côté et alors que le marché semblait pencher finalement en faveur de la BNP, la Société Générale surenchérit sur sa première offre. Elle offre, à titre principal, 5 actions Société Générale et une soulte de 75 euros contre 8 actions Paribas, et à titre subsidiaire, 2 actions Société Générale contre 3 actions Paribas, dans la limite de 30% du nombre total d'actions Paribas. Outre la soulte supplémentaire, l'offre de la Société Générale a été élaborée afin de séduire au maximum les actionnaires de Paribas. L'offre subsidiaire est destinée notamment à satisfaire les particuliers qui ne souhaitent pas, pour des raisons fiscales, opter pour la première offre. En effet, le versement de la soulte est considéré par le fisc comme une plus-value de cession et est donc imposable immédiatement. Ce volet est toutefois plafonné à 30 % des titres visés, chacun étant libre de panacher les deux offres. La surenchère de la Société Générale prévoit également un programme de rachat d'actions de l'ordre de 2,5 milliards d'euros.

Cette opération permet de distribuer de la valeur aux actionnaires et d'augmenter la rentabilité des fonds propres et du bénéfice par action. Selon les calculs du camp SG Paribas, ce programme créerait une relation du BNPA de SG Paribas de 4,6 à 7,3% en 2001 et la valeur intrinsèque de l'action SG Paribas serait alors de 271 euros en 2000.

L'utilisation de la soulte en *cash* par la Société Générale est cohérente avec les modèles d'asymétrie informationnelle et permet d'envoyer un signal positif aux actionnaires de Paribas.

La réaction du marché à l'annonce de la surenchère de la Société Générale est plus faible qu'à l'annonce de la première offre de la Société Générale pour Paribas. À la fois la perte anormale de la Société Générale et le gain anormal de Paribas sont plus faibles (respectivement -2,16% et +3,29%). La BNP ne semble pas particulièrement affectée par cette annonce (+0,54%).

Le gouvernement refuse toujours de prendre position sur ce dossier et tente de parvenir avec l'aide du Gouverneur de la Banque de France, J.-C Trichet, à un accord à l'amiable entre les trois banques. Il est intéressant de remarquer que cette tentative de conciliation se traduit par une nette diminution du cours des trois banques. Entre la veille de l'annonce de cet événement (20 juin 1999) et la tenue de la réunion entre les trois dirigeants (23 juin 1999), les trois banques ont réalisé des pertes anormales de l'ordre de 6 à 7% (tableau 12 en annexe). Cette réaction négative du marché s'explique par le fait que l'intervention de J.-C. Trichet supprime une majeure partie de l'intérêt spéculatif associé aux titres de Paribas, de la Société Générale et de la BNP.

Au total, au cours de la période séparant les deux surenchères, la Société Générale a réalisé des pertes anormales de -6.52% et Paribas des gains anormaux de 4,72%. La BNP ne semble pas avoir été particulièrement affectée au cours de cette période, car elle a réalisé des pertes très peu significatives de (-0,81%,  $t=-0,05$ ).

## **2.3.4. La double surenchère de la BNP**

### **2.3.4.1. Discussion du choix de la méthode de paiement**

Le 1er juillet 1999, la BNP surenchérit à son tour et propose désormais 15 actions BNP et une soulte de 60 euros contre 7 actions Société Générale à titre principal, et 11 actions BNP contre 5 actions Société Générale dans la limite de 30% des actions Société Générale à titre subsidiaire. Pour Paribas, elle propose 29 actions BNP et 13 Certificats de Valeur Garantie (CVG) pour 20 actions Paribas. Chaque CVG garantit à son échéance, le 1er juillet 2002, le versement de la différence, si elle est positive, entre 100 euros et le cours de l'action BNP, dans une limite de 20 euros. Les méthodes de paiement utilisées dans la surenchère de la BNP sur la Société Générale sont de nature à satisfaire les actionnaires : l'adjonction de la soulte en *cash* à l'offre principale, ainsi que la possibilité pour les actionnaires d'échanger leurs actions Paribas contre celles de la BNP avec une meilleure parité mais sans soulte, proposée par l'offre subsidiaire aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier de la fiscalité favorable des offres en titres, répondent aux principales attentes des actionnaires de la Société Générale. En revanche, certains d'entre eux sont une nouvelle fois déçus par la faible prime offerte. Ainsi, la prime proposée par l'offre principale sur l'offre existante n'est que de 5% et que de 6,3% sur le dernier cours de la Société Générale.

Avec la nette amélioration par rapport à son offre précédente sur Paribas et surtout le fait de joindre à son offre en titres un CVG, comme le réclamait un certain nombre d'actionnaires, la BNP se positionne de façon favorable sur Paribas. L'adjonction d'un CVG à son offre permet en effet à la BNP de se différencier de la Société Générale, car son association à une offre est un message fort envoyé au marché.

Initialement utilisé en France en 1984, lors de l'opération Besnard et Cie-Financière de Rosario, le CVG est une valeur mobilière émise par une société qui garantit à son porteur le droit de recevoir une somme d'argent ou de titres égale à la différence, si elle est positive, entre le prix de l'Offre Publique et un cours de référence à une échéance donnée. Autrement dit, le CVG garantit aux actionnaires de la société cible une valeur minimale pour les actions offertes à l'échange, ce qui permet de lever l'incertitude quant à leur valeur et de convaincre les actionnaires de la société cible d'apporter leurs titres à l'offre. Le CVG permet ainsi aux dirigeants d'indiquer au marché leur confiance dans l'évolution du titre. La simple annonce de l'émission de ces titres est donc un signal positif envoyé au marché. L'utilisation d'un CVG garantit la valeur à terme de l'action, mais bien souvent également un rendement minimal.

Par ailleurs, l'intérêt de cet outil financier réside dans le fait que l'actionnaire peut conserver l'ensemble des synergies liées à l'opération lorsqu'il accepte une offre en titres incluant un CVG, au contraire d'une offre en *cash* où l'ensemble des synergies est capté par l'initiateur. Ainsi, une offre en titres à laquelle est jointe un CVG permet à l'actionnaire de la société cible de bénéficier de l'ensemble des évolutions favorables du cours de l'action reçue, mais lui permet également d'être protégé partiellement contre une évolution défavorable du cours. Enfin, en donnant aux dirigeants un objectif incitatif de cours, le CVG réduit les possibles divergences d'intérêt entre les dirigeants et leurs actionnaires (Chevalier et Redor, 2006).

Malgré les avantages certains pour les actionnaires que comporte une offre incluant un CVG, certains actionnaires de Paribas opposés au projet SBP insistent sur le fait que le régime fiscal défavorable auquel il est associé (les particuliers et les sociétés sont imposés respectivement à hauteur de 26 et de 40% dès le premier franc) doit être pris en compte dans l'évaluation de la surenchère de la BNP.

De plus, ces deux surenchères sont de nature à inquiéter la Banque de France. Alors qu'auparavant les protagonistes n'offraient que du papier pour acquérir les actions de leur cible, ils offrent désormais du *cash* et des CVG, ce qui a pour conséquence de réduire leurs fonds propres. Alors qu'à la BNP, ils sont de 7,1% en 1999, ils descendraient à 6,8% avec la prise en compte des CVG à leur valeur théorique et à 6,6% à leur valeur maximale. Le risque maximal associé à l'offre de la BNP est largement supérieur à celui associé à la Société Générale, puisqu'il atteint plus de 2,8 milliards d'euros contre 1,5 milliard d'euros pour l'offre de la banque dirigée par M. Bouton.

À l'époque, les exemples récents d'utilisation de CVG montrent à quel point un tel produit peut se révéler difficile à gérer. Axa, par exemple, l'allié et le soutien de la BNP depuis le début de la contre-offensive, peut en témoigner : il en avait émis afin de convaincre les actionnaires d'UAP d'apporter leurs titres à son offre. Bien que le CVG n'ait finalement donné lieu à aucun paiement, Axa avait décidé de se couvrir par des achats à terme et indirects afin d'annuler 60% du stock de CVG et de se couvrir face à une dépense qui aurait pu atteindre plus de 1,5 milliard d'euros. À la même époque, Allianz rencontre également des problèmes avec son CVG émis dans le cadre de son opération sur les AGF. Depuis maintenant plusieurs mois, le cours d'Allianz demeure inférieur au plancher garanti, synonyme du paiement intégral de la garantie.

De plus, il est important de noter que la BNP, à l'inverse d'Axa pour son offre sur Royale Belge, n'a pas eu recours à des clauses d'annulation pour se couvrir contre le risque lié à l'émission des CVG. Celles-ci lui auraient permis d'annuler les CVG si l'action dépassait un niveau de cours donné pendant un certain nombre de jours consécutifs. Malgré tout, de l'avis de nombreux analystes, le risque associé au CVG est maîtrisé, puisqu'il est plus que probable que le cours de la BNP soit au-delà de 100 euros au 1er juillet 2002.

À la suite de la présentation de la surenchère de la BNP, un point fait débat entre les deux camps : quelle valeur doit-on accorder au CVG offert par la BNP ? La BNP indique une valeur approximative de 13,4 euros par CVG alors qu'à la Société Générale, on estime que le CVG de la BNP ne vaut que 8,5 euros. Ce débat n'est pas seulement un débat entre spécialistes de la valorisation des outils financiers, il revêt une importance capitale, car le CVG est une composante à part entière de la valorisation de Paribas dans l'offre de la BNP. Ainsi, la différence de valorisation atteint plus de 524 millions d'euros.

Les deux banques utilisent les mêmes outils pour valoriser les CVG, à savoir le modèle de Black et Scholes<sup>17</sup>, mais la différence tient en l'éventuelle prime d'illiquidité ajoutée par la Société Générale. Cette dernière estime, en effet, que les fonds de pensions américains sont demandeurs de liquidité, ce qui justifierait une décote de l'ordre de 35%<sup>18</sup>. L'étude des offres publiques précédentes incluant un CVG va dans le sens de l'analyse de la Société Générale. En effet, on remarque une décote comprise en 25 et 75% entre le cours annoncé dans les notices COB des sociétés initiatrices et le cours du CVG à l'issue de la première séance de cotation, ce qui laisse effectivement penser qu'il faut incorporer une décote à la valeur théorique du CVG à cause de l'illiquidité du titre, de la méfiance du marché pour ce nouveau produit, ou pour des effets structurels liés aux opérateurs (Chevalier et Redor, 2006).

---

<sup>17</sup> Les lecteurs intéressés par les questions de valorisation des CVG pourront consulter notamment Duhamel et Gaii-Levra (1997) qui expliquent comment valoriser les différentes formes de CVG à partir de la formule de Black et Scholes.

<sup>18</sup> Les gérants actions qui apporteront leurs actions Paribas à la BNP percevront également des CVG. Cependant, puisqu'ils n'ont pas vocation à gérer ce type de produit, il se peut également qu'ils cèdent dès le premier jour leurs CVG, ce qui accentuera la décote observée.

### 2.3.4.2. La réaction du marché

Les grands gagnants de cette bataille boursière sont encore une fois les actionnaires des sociétés cibles. Paribas réalise des gains anormaux de 2,85% et la Société Générale de 4,13% à l'annonce de la surenchère de la BNP. La perte anormale enregistrée par la BNP (-0,39%) est bien plus faible que celle anticipée initialement par de nombreux analystes, ce qui laisse penser que l'offre de la BNP est favorablement accueillie par les investisseurs.

## 2.4. Les résultats des offres et l'impact à long terme sur la richesse des actionnaires

Le combat boursier qui a opposé la BNP à la Société Générale et à Paribas pendant 6 mois va se solder par un « match nul » entre les deux camps. La Société Générale va garder son indépendance, mais Paribas va passer sous le contrôle de la BNP. À la suite de cette prise de contrôle, 154,62 millions d'actions nouvelles BNP (correspondant à 65,06% du capital de Paribas) et environ 69,31 millions de CVG ont été émis et ont été immédiatement cotés.

Ainsi, le marché a préféré le projet BNP Paribas au projet SG Paribas malgré des objectifs de synergies et une rentabilité attendue plus faible :

	Projet SG Paribas	Projet BNP Paribas
Synergies annoncées	1,023 milliard d'euros dès 2001	600 millions d'euros en 2002
Rentabilité attendue	ROE de 18% dès 2001	ROE de 16% en 2002
Type d'offre	Amicale	Hostile

Tableau 1 : Comparaison des projets SG Paribas et BNP Paribas.

Les quelques jours précédant cette annonce, nombreux étaient ceux qui envisageaient un tel résultat. En revanche, bien que le marché s'attendît à une prise de contrôle de Paribas par la BNP, l'ampleur de la victoire a quelque peu surpris et s'explique en partie par les arbitragistes : ils ont en effet emprunté en masse des titres BNP pour les vendre, en pariant sur une baisse des cours, et investi le produit de cette vente en actions Paribas afin de les apporter à l'offre de la BNP. Ce serait par cette méthode qu'entre 20 et 25% du capital de Paribas aurait été apporté à la BNP.

Le rapprochement entre la BNP et Paribas, qui constitue pour beaucoup « le pire des scénarios », ne plaît pas au marché qui sanctionne les titres des deux banques à l'annonce des résultats (respectivement -1,51% et -0,47%). En revanche, la Société Générale réalise des gains anormaux de 2,14%. Cette succession d'enchères semble avoir bénéficié particulièrement aux actionnaires de la Société Générale et de Paribas, car au cours de la période séparant l'annonce de la première offre de la Société Générale de l'annonce du résultat des offres, ils ont réalisé des rentabilités anormales cumulées de respectivement 18,38% et de 23,62%. Par contre, la BNP a réalisé des pertes cumulées de -6,80% au cours de cette même période.

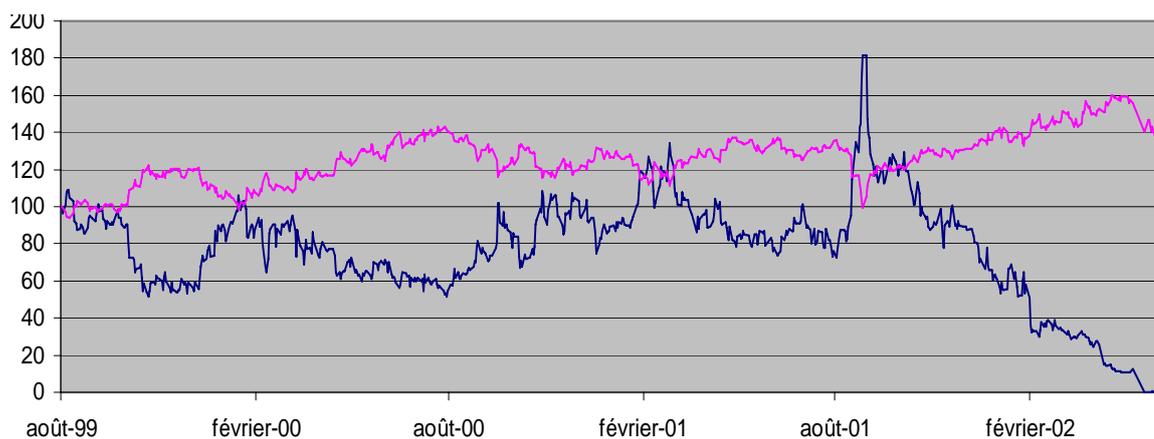
Cependant, sur le long terme, cette acquisition semble avoir été bénéfique pour les actionnaires de la BNP. Le tableau 13 en annexe présente les performances mensuelles de la BNP et de différents benchmarks au cours des trois années suivant le rapprochement entre la BNP et Paribas. En particulier, on observe que la performance de la BNP a été plus importante que celle de la Société Générale. En revanche, il est intéressant de remarquer que cette performance n'a pas été immédiate. Au bout d'un an, la performance de la BNP est généralement plus faible que celle de ses concurrents. La tendance s'inverse assez rapidement puisqu'au bout de deux ans, la rentabilité est juste inférieure à celle réalisée par Natexis Banque Populaire et au bout de trois ans, la rentabilité de la BNP est supérieure à tous les benchmarks utilisés dans cette étude. À long terme, les actionnaires de Paribas semblent donc avoir grandement profité de l'acquisition de Paribas par la BNP. Ce résultat est d'ailleurs cohérent avec les travaux de Loughran et Vijh (1997) et de Rau et Vermaelen (1998) qui montrent une réaction positive du cours à long terme lors des offres publiques.

Contrairement à une offre en *cash*, une offre mixte ou une offre en titres, où la transaction est immédiate, une offre incluant des CVG a des conséquences qui ne seront connues qu'à l'avenir. L'émission d'un CVG nécessite donc un contrôle et une gestion des conséquences des garanties des titres.

À l'issue de la première séance de cotation, le CVG de la BNP termine à 7,73 euros dans un volume de 1,95 millions de titres échangés. Cette valeur est très en deçà de la valeur théorique annoncée par la BNP dans la notice COB de l'opération. Ainsi, comme l'avait souligné la Société Générale, le CVG a subi une forte décote par rapport à sa valeur théorique.

On remarque par ailleurs que l'action BNP Paribas termine le 5 juin 2000 au-dessus du seuil des 100 euros pour la première fois depuis le 16 août 1999. Le CVG ne cote à ce moment-là plus que 4,64 euros, un prix qui se justifie par la valeur temps du produit. En effet, le CVG est assimilable à une option de vente (ou *put*) et comme toute option, sa valeur peut se décomposer en une valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur immédiate de l'option si l'on décide d'exercer son droit dès maintenant, et une valeur temps, qui mesure la possibilité pour que, d'ici à l'échéance de l'option, l'évolution du cours du sous-jacent augmente la valeur intrinsèque de l'option.

Entre juin 2000 et septembre 2001, le cours de l'action est assez stable (voir figure 7). Cela est l'illustration de l'un des désagréments souvent associés à l'utilisation des CVG : il tend à enfermer le cours de l'action dans un corridor et à attirer les arbitragistes, et donc à augmenter la volatilité. Les attentats du 11 septembre 2001 font plonger le cours de l'action en deçà de 80 euros ce qui, si le cours de l'action BNP Paribas demeurait à des niveaux comparables, nécessiterait de verser à chaque détenteur de CVG la somme de 20 euros en juillet 2002. Le plus bas est atteint le 21 septembre, l'action BNP Paribas ne valant plus que 75,9 euros à la fin de la séance. À la suite de cette forte baisse, la valeur de l'action BNP Paribas va croître de façon assez régulière, jusqu'à atteindre 122,5 euros le 14 mai 2002. Du fait de la valorisation de l'action BNP Paribas et de l'échéance proche du CVG, la valeur du CVG est alors quasiment nulle et malgré la sensible diminution du cours lors de la seconde quinzaine de mai, du mois de juin et du mois de juillet, le cours du CVG va continuer à diminuer.



**Figure 7 : Évolution conjointe du cours du CVG (en bleu) et de l'action BNP (en rose) base 100 le 26/08/1999.**

L'issue du CVG est donc très favorable à BNP Paribas, puisque celui-ci ne donnera lieu à aucun paiement complémentaire.

## 2.5. Conclusion

Différentes théories permettent d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions. Dans cette étude, nous avons confronté les principales théories concernant ce domaine de la littérature à un cas concret, le cas BNP-Paribas-Société Générale. Ce cas est particulièrement intéressant car, du fait de la lutte entre les deux sociétés initiatrices, il nous permet d'étudier l'impact de cette lutte sur la proposition finale concernant la méthode de paiement utilisée par l'initiatrice. Le principal résultat de cette étude est qu'il semble que les théories existantes sur le choix des méthodes de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions permettent d'expliquer au moins en partie le choix de la méthode de paiement retenue pour financer l'opération. Par ailleurs, lors de l'acquisition de sociétés cotées, il semblerait que le paiement en actions soit moins bien perçu que le paiement en *cash*. Ce résultat, qui a été validé par de nombreuses études économétriques, semble également être vérifié dans le cas de l'acquisition de Paribas.

Les résultats de cette étude sont également cohérents avec l'idée que les grands bénéficiaires des opérations de fusions-acquisitions sont les actionnaires de la société cible. Dans notre étude, les actionnaires de Paribas réalisent des gains anormaux de 23,62% entre l'annonce de la première opération et le succès de l'offre de la BNP sur Paribas. Au cours de la même période, la Société Générale réalisait des gains de 18,38% et, à titre de comparaison, la BNP réalisait des pertes anormales de -6,80%. Malgré cet impact négatif à court terme, notre étude semble souligner que les actionnaires de la BNP ont largement profité de cette acquisition sur le long terme.

Le CVG proposé par la BNP a joué un rôle prépondérant dans le succès de l'offre de cette dernière. En effet, ce chapitre souligne les avantages liés à l'utilisation de cet outil financier (c'est un signal positif quant à la qualité de l'opération, il permet aux actionnaires de la société cible de profiter des aspects positifs de l'opération tout en étant au moins partiellement protégés contre les effets néfastes de l'opération...). Si le CVG s'est révélé déterminant dans la bataille boursière l'opposant à la Société Générale, il représentait un coût potentiel pouvant aller jusqu'à 1,4 milliard d'euros pour BNP Paribas, incitant ainsi la BNP à procéder aux rachats successifs de ses CVG sur le marché. Cette stratégie, bien qu'elle renchérisse le coût d'acquisition de Paribas, est bénéfique pour le groupe à deux niveaux :

- Elle réduit l'impact de la prise en compte des CVG sur les ratios de solvabilité et permet, en payant une faible prime immédiatement, de limiter le risque financier.
  
- Le CVG pèse aussi sur les notes accordées par les grandes agences de rating. Le risque associé au CVG y est également pris en compte dans sa totalité. L'émission de CVG peut donc entraîner une dégradation ou une mise sous surveillance négative des notes de crédit du groupe BNP Paribas, et donc un renchérissement des financements obligataires.

## CHAPITRE 3

### L'ACQUISITION DE SOCIÉTÉS NON COTÉES EN EUROPE : GAINS DE LA SOCIÉTÉ INITIATRICE, MÉTHODES DE PAIEMENT ET TENDANCE DU MARCHÉ DES ACTIONS<sup>19</sup>

#### 3.1. Introduction

La quasi-totalité des études réalisées jusqu'à présent s'est concentrée sur les opérations où la société cible est une société cotée. Très rares sont les études qui portent sur les gains associés à l'acquisition de sociétés non cotées (les filiales et les sociétés détenues de façon privée). Ainsi, il existe, selon nous, un besoin important de connaissance en ce qui concerne l'impact de l'acquisition de sociétés non cotées sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice. Ce besoin est d'autant plus important que les acquisitions de sociétés cotées ne représentent qu'une faible proportion du nombre total d'acquisitions. La plupart des travaux antérieurs ne traitent donc qu'une partie de la question.

Une étude récente a permis de combler au moins partiellement ce besoin. En effet, Fuller, Netter et Stegemoller (2002) montrent, grâce à un échantillon constitué de 3 135 opérations américaines, que les actionnaires de la société initiatrice réalisent des gains lorsqu'ils acquièrent une société détenue de façon privée ou une filiale, mais qu'ils réalisent des pertes lors de l'acquisition de sociétés cotées. De plus, ils montrent que ces gains dépendent de la taille de la société cible et de la méthode de paiement retenue pour financer l'acquisition.

Le premier objectif de cette recherche est de vérifier si de tels résultats peuvent être obtenus sur un échantillon européen d'opérations<sup>20</sup>. Nos résultats, bien que concordants avec ceux présentés par les auteurs américains, semblent témoigner d'une réaction des marchés plus vive aux États-Unis. Les rentabilités des acquisitions de filiales et de sociétés détenues de façon privée sont en moyenne positives en Europe et aux États-Unis, bien que le marché réagisse plus faiblement en Europe (respectivement +1,42% et +1,46%) qu'aux États-Unis (respectivement +2,75% et +2,08%). Autrement dit, à l'inverse de l'annonce de l'acquisition d'une société cotée, il semblerait que l'annonce de l'acquisition d'une société non cotée ait en moyenne un impact positif. Le deuxième objectif de ce chapitre est de montrer que ce résultat est en partie trompeur, car il cache en réalité d'importantes disparités.

---

<sup>19</sup> Cet article a été présenté à l'AFFI en juin 2005 dans une version préliminaire et à l'EFMA en juin 2006.

<sup>20</sup> Les études récentes sur données britanniques de Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005), Antoniou, Petmezas et Zhao (2005), Draper et Paudyal (2006) et de Martynova et Renneboog (2006) permettent également de confirmer ce résultat. Ces travaux ont été menés simultanément à notre recherche.

En effet, selon nous, la généralisation de la rémunération des dirigeants sous forme d'actions les incite à œuvrer à la maximisation de la richesse des actionnaires lorsque le marché est haussier. À l'inverse, lorsque le marché est baissier, cette entente pourrait être remise en cause. En effet, il existe pour le dirigeant, dont les revenus sont indexés à la performance de la société, une incitation assez forte à compenser la diminution de son revenu, lorsque le marché est baissier, par des opérations qui maximisent son propre bien-être, quitte à détruire de la valeur pour ses actionnaires. Si les bénéfices personnels qu'il retire de l'opération sont supérieurs à la perte de revenu engendrée par la diminution du cours associée à l'opération, alors le dirigeant peut être incité à réaliser des opérations destructrices de valeur. Les résultats présentés dans cette étude semblent tout à fait cohérents avec cette hypothèse et peuvent également être interprétés comme étant cohérents avec le modèle d'agence développé par Amihud et Lev (1981).

Ce chapitre est structuré de la manière suivante. La première section propose une revue de la littérature antérieure concernant les gains des actionnaires et le lien entre cycles et fusions-acquisitions. La deuxième section décrit la méthodologie de Fuller, Netter et Stegemoller (2002) qui est celle que nous avons retenue dans notre étude et nos données. Enfin, la troisième section présente les résultats et la quatrième la conclusion.

## **3.2. Travaux antérieurs sur le sujet**

### **3.2.1. Les gains des actionnaires de sociétés initiatrices qui acquièrent des sociétés cotées**

Les gains réalisés par les actionnaires de la société cible et ceux réalisés par les actionnaires de la société initiatrice lors des opérations de fusions-acquisitions de sociétés cotées ont fait l'objet de nombreuses recherches depuis la fin des années 1970. Ces travaux ont notamment permis de montrer que les actionnaires de la société cible réalisaient des gains conséquents et significatifs (Langestieg (1978), Jensen et Ruback (1983), Dennis et McConnell (1986), Bradley, Desai et Kim (1988), Franks Harris et Titman (1991), Mulherin et Boone (2000), etc.) et que les gains totaux, c'est-à-dire la somme des gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice et de ceux réalisés par la société cible, étaient positifs dans la très grande majorité des cas (voir Halpern (1973), Malatesta (1983), Bradley Desai et Kim (1988), Franks Harris et Titman (1991), Berkovitch et Narayanan (1993)).

Concernant les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice, les résultats sont contradictoires. Alors que Langetieg (1978), Dodd (1980), Morck, Shleifer et Vishny (1990), Berkovitch et Narayanan (1993), et plus récemment Mitchell et Stafford (2000), trouvent que les actionnaires de la société initiatrice réalisent des pertes, Dodd et Ruback (1977), Asquith (1983), Malatesta (1983), Eckbo (1983), Bradley, Desai et Kim (1988) trouvent qu'ils réalisent des gains. Les études réalisées à ce jour n'ont donc pas réussi à trancher clairement cette question.

De plus, le choix de la méthode de paiement semble avoir un impact significatif sur les gains de l'opération. Ainsi, Travlos (1987) montre des rentabilités anormales négatives lorsque l'acquisition est financée par des actions et des rentabilités anormales nulles ou positives lorsque l'acquisition est financée avec du *cash*. Antoniou et Zhao (2004) montrent que les gains de la société initiatrice sont plus faibles lorsque l'opération est financée par des actions, que dans le cas d'une offre alternative, d'une offre mixte ou d'une offre en *cash*.

### **3.2.2. Les gains des actionnaires de sociétés initiateuses qui acquièrent des sociétés cibles non cotées**

Les études portant sur les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice lors des acquisitions de sociétés non cotées sont très rares. Une des toutes premières études mesurant l'impact de l'acquisition d'une société détenue de façon privée sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice a été menée par Hansen et Lott (1996). À partir de la théorie des enchères et des données concernant les acquisitions de sociétés, les auteurs testent l'hypothèse selon laquelle les sociétés cotées feront une offre supérieure pour acquérir une autre société cotée que pour acquérir une société détenue de façon privée. Les résultats qu'ils présentent confirment cette hypothèse : la rentabilité est supérieure de 2% lorsque la société cible est une société détenue de façon privée.

Chang (1998) montre que les actionnaires de la société initiatrice qui acquièrent des sociétés détenues de façon privée réalisent des gains lorsque les opérations sont financées grâce à des titres et qu'ils ne réalisent aucun gain lorsque l'opération est financée grâce à du *cash*.

Ce résultat peut s'expliquer selon l'auteur par des phénomènes liés au contrôle et par des phénomènes informationnels. En effet, l'offre de titres lors de l'acquisition de sociétés détenues de façon privée a tendance à favoriser la création de larges blocs d'actionnaires extérieurs à la société initiatrice après l'opération. Selon Shleifer et Vishny (1986), ces blocs sont favorables aux actionnaires de la société initiatrice, car ils peuvent engendrer un contrôle effectif des performances ou faciliter les fusions, ce qui peut faire croître la valeur de la société initiatrice. D'autre part, lorsque les sociétés offrent des titres pour acquérir des sociétés détenues de façon privée par un petit nombre d'actionnaires, les problèmes d'asymétrie informationnelle, décrits entre autre par Myers et Majluf (1984), peuvent être atténués par la révélation d'informations privées aux actionnaires de la société cible. L'auteur explique également que l'actionnaire d'une société cible détenue de façon privée qui possède une quantité importante de titres a tout intérêt à examiner les perspectives de l'initiatrice avec la plus grande attention car, à l'issue de l'opération, il détiendra une quantité importante de titres de la société initiatrice. De ce fait, les actionnaires de sociétés détenues de façon privée envoient un signal positif au marché s'ils acceptent une offre en titres.

Plus récemment, Fuller, Netter et Stegemoller (2002), à l'aide d'un échantillon comportant 3 135 acquisitions, ont mis en évidence le fait que les sociétés initiatrices connaissent des rentabilités anormales négatives significatives lorsqu'elles acquièrent des sociétés cotées, mais des rentabilités anormales positives significatives lorsqu'elles acquièrent des sociétés privées et des filiales. Lorsque les auteurs séparent les offres selon la méthode de paiement utilisée pour financer l'opération, ils montrent que les acquisitions de sociétés cibles cotées se traduisent par des rentabilités négatives non significatives pour les offres financées grâce à du *cash* et grâce à une combinaison de *cash* et titres, mais qu'elles se traduisent par des rentabilités significativement négatives pour les acquéreurs lorsque des titres sont offerts.

Inversement, lorsque les sociétés cibles sont des filiales ou des entreprises privées, les gains des acquéreurs sont significativement positifs quelle que soit la méthode de paiement. Les gains réalisés dans le cadre des offres sur les sociétés privées et sur les filiales sont plus élevés pour les offres financées grâce à des titres que pour celles financées grâce à du *cash*.

Les auteurs montrent également que, pour les sociétés cotées, lorsque la taille relative des sociétés cibles augmente, les gains augmentent lors des offres en *cash*, qu'ils diminuent lors des offres en titres, et qu'ils ne sont pas beaucoup modifiés pour les offres mixtes. Au contraire, concernant les filiales et les firmes privées, il existe une relation positive entre la taille relative de la société cible et la rentabilité anormale positive de la société initiatrice.

Selon les auteurs, cette différence de réaction du marché lors des acquisitions de sociétés privées et de filiales par rapport aux réactions du marché lors de l'acquisition de sociétés cotées est due à la création de blocs d'actionnaires, à un effet liquidité et à la fiscalité. L'effet liquidité provient du fait que les sociétés privées et les filiales ne peuvent être vendues aussi facilement que les sociétés cotées. Cette faible liquidité rend ces investissements moins attractifs et moins précieux que des investissements similaires. Cette hypothèse est cohérente avec les travaux de Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) qui montrent que les sociétés détenues de façon privée sont vendues avec une décote statistiquement significative par comparaison avec les sociétés cotées. De plus, lorsqu'une société détenue de façon privée est acquise grâce à du *cash*, les propriétaires de la société doivent faire face à une imposition immédiate de leur plus-value. À l'inverse, si l'on propose à ces mêmes propriétaires des titres pour financer l'acquisition, l'imposition est différée. Si cette option permettant de différer les taxes est importante pour les propriétaires, il est possible qu'ils acceptent un prix inférieur pour leur société égal, au maximum, à la valeur de cette option. Cela pourrait alors expliquer les raisons pour lesquelles les gains des sociétés initiatrices sont plus importants dans le cas des offres en titres. Pour les sociétés cotées, les résultats de l'étude sont cohérents avec le modèle de Myers et Majluf (1984) : une offre réalisée avec des titres révèle le fait que l'initiatrice pense que ces titres sont surévalués. Cependant, concernant les sociétés privées et les filiales, les mêmes acquéreurs ont des réactions positives à la fois pour les offres en titres et les offres en *cash*, même si les offres ont été réalisées presque en même temps.

Moeller, Schlingemann et Stulz (2003) montrent que le statut de la société cible joue un rôle crucial dans l'explication des gains des actionnaires de la société cible lorsque l'opération est financée par des titres. Les gains réalisés lors des acquisitions de sociétés détenues de façon privée et de filiales financées par des titres sont respectivement supérieurs de 3,51% et 4,74% aux gains réalisés lors des acquisitions de sociétés cotées. Lors des offres financées par du *cash*, les sociétés acquéreuses de filiales et de sociétés détenues de façon privée réalisent des performances supérieures (respectivement de 1,33% et de 0,85%) à celles observées pour les sociétés cotées mais, une fois les caractéristiques de la société et de l'opération contrôlées, il n'existe pas de différences significatives pour les offres en *cash* entre les sociétés détenues de façon privée, les sociétés cotées et les filiales.

Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) montrent grâce à des données britanniques que les acquisitions de cibles privées (domestiques et transnationales) créent plus de valeur que les acquisitions de cibles cotées, à la fois lors de l'annonce et lors des trois années suivant la fusion. L'acquisition de cibles cotées domestiques se traduit par des rentabilités anormales négatives de -0,99% et des rentabilités anormales négatives à long terme de -22%. L'acquisition de sociétés cotées transfrontalières se traduit par des rentabilités anormales nulles lors de l'annonce, mais par des rentabilités anormales négatives de -32% à long terme. L'acquisition de cible privée se traduit par des rentabilités anormales positives à l'annonce et par des rentabilités anormales nulles à long terme.

### **3.2.3. Cycles et fusions-acquisitions**

Pour Lubatkin et Chatterjee (1991), lorsque le marché chute, les sociétés peuvent avoir à faire face à la diminution des opportunités de croissance et à l'incertitude concernant les gains. Lors de ces périodes difficiles, les actionnaires et les dirigeants peuvent devenir plus averses au risque que lorsque le marché monte. Les actionnaires deviendront sceptiques au sujet des stratégies de croissance et demanderont un coût d'opportunité du capital plus élevé.

Ainsi, comme le montrent Lubatkin et O'Neill (1987) et Kusewitt (1985), lorsque le marché chute, les dirigeants sont incités à réduire le nombre de fusions-acquisitions. Au contraire, lors des périodes de croissance, disposant de *cash* et devant faire face à un ensemble d'opportunités d'investissement attractives, les dirigeants ainsi que les actionnaires peuvent se montrer moins averses au risque et donc être disposés à poursuivre des stratégies de croissance dans l'espoir d'augmenter les gains.

Les cycles économiques sont également supposés avoir une influence sur la détermination de la méthode de paiement utilisée lors des acquisitions. Ainsi, pour Brealey, Hodges et Capron (1976), Taggart (1977), Marsh (1982) et Choe, Masulis et Nanda (1993), une augmentation de l'activité économique générale se traduit par une augmentation de la probabilité d'un financement en titres. Selon ces derniers, on peut expliquer ce phénomène par des coûts de sélection contraire plus faibles, par des opportunités d'investissement encore plus prometteuses et par une diminution de l'incertitude concernant les actifs. Cette hypothèse est faiblement vérifiée de façon empirique par Martin (1996).

Moeller, Schlingemann et Stulz (2005) n'ont pas testé directement l'impact des cycles sur la richesse des actionnaires. Ils montrent cependant que durant la période 1991-2001, les actionnaires de la société initiatrices réalisaient des pertes totales atteignant 216 milliards de dollars, ce qui représente plus de cinquante fois les 4 milliards de dollars perdus au cours de la période 1980-1990. Ils montrent également que la période de pertes la plus significative se situe entre 1998 et 2001. Ainsi, après avoir perdu 4 milliards de dollars au cours des années 1980, les actionnaires de la société initiatrice ont gagné 24 milliards de dollars entre 1991 et 1997 avant de perdre 240 milliards de dollars au cours de la période 1998-2001. Les auteurs montrent que les importantes pertes subies entre 1998 et 2001 ne peuvent être expliquées par un transfert de richesse entre actionnaires de la société initiatrice et actionnaires de la société cible, les gains totaux étant en réalité des pertes qui atteignaient 134 milliards de dollars au cours de la période 1998-2001. Les pertes réalisées entre 1998 et 2001 par les actionnaires de la société initiatrice sont dues à quelques sociétés de grande taille qui ont réalisé des opérations très destructrices de valeur. Ainsi, 2,1% des opérations ont détruit plus de 1 milliard de dollars de richesse pour les actionnaires, ce qui correspond à une destruction de valeur cumulée de l'ordre de 397 milliards de dollars. Les gains cumulés des autres opérations atteignent 157 milliards.

### **3.3. Méthodologie et échantillons**

Les informations concernant les opérations ont été obtenues à partir de la base de données *Thomson Financial*. Grâce à cette base, nous avons collecté de l'information concernant l'ensemble des opérations européennes<sup>21</sup> ayant eu lieu entre le 01 novembre 1994 et le 31 octobre 2004. Nous nous sommes inspirés de la méthodologie développée par Fuller, Netter et Stegemoller, car elle permet de contrôler la plupart des informations concernant les caractéristiques de la société initiatrice contenues dans les gains réalisés lors de l'annonce de l'opération, ce qui permet d'examiner directement les caractéristiques de la société cible et de l'offre. Cette méthodologie a également été utilisée par Antoniou, Petmezas et Zhao (2005) et par Faccio, McConnell et Stolin (2006) sur des données européennes. Les cours de bourse ont été collectés à partir de la base de données *Datastream*.

Les conditions suivantes ont dû être remplies par les opérations pour faire partie de notre échantillon :

1. La société cible est une filiale ou est détenue de façon privée.
2. La société initiatrice tente d'acquérir plus de 50% des titres.
3. La valeur de l'opération est supérieure à 1 million de dollars.
4. La société initiatrice est une société cotée dont les cotations autour du jour de l'annonce de l'opération sont disponibles.
5. L'acquéreur a annoncé cinq opérations ou plus dans un laps de temps inférieur à trois ans entre le 01/11/94 et le 31/10/2004.

Nous avons exclu toutes les opérations dont le cours de l'initiatrice était inférieur à 2€ afin d'éviter le biais *bid-ask*, et toutes les opérations réalisées par la même société initiatrice qui se suivaient à moins de 5 jours de cotation, car dans ce cas, il est impossible d'isoler l'impact de chaque opération sur le cours de bourse de la société. Notre échantillon final est constitué de 439 acquisitions de filiales, 109 acquisitions de sociétés cotées et de 553 acquisitions de sociétés privées<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Notre échantillon est composé de sociétés britanniques, allemandes, françaises, italiennes, néerlandaises et espagnoles.

<sup>22</sup> Notre échantillon illustre de façon assez nette à quel point les études qui se concentrent uniquement sur l'acquisition de sociétés cotées sont lacunaires. Dans notre échantillon, les acquisitions de sociétés cotées ne représentent qu'à peine 10% des acquisitions de sociétés.

Nous avons utilisé la méthodologie de l'étude d'événements de Brown et Warner (1985) pour calculer les rentabilités anormales cumulées pour la période (-2,2) autour de la date d'annonce fournie par la base de données *Thomson Financial*. Nous avons calculé les rentabilités anormales grâce à un modèle de marché modifié. La rentabilité anormale est définie comme étant l'écart entre la rentabilité d'une société  $i$  (notée  $r_i$ ) et la rentabilité de l'indice (notée  $r_m$ ).

$$AR_i = r_i - r_m$$

Tout comme Fuller, Netter et Stegemoller (2002), nous n'avons pas calculé les paramètres du marché pour la période précédant chaque opération, puisque pour les acquéreurs qui réalisent de nombreuses opérations, la probabilité que l'offre précédente soit incluse dans la période de régression est importante, ce qui réduit la qualité des bêtas. De plus, il a été montré que pour les fenêtres d'études réduites, le fait de pondérer les gains du marché par les bêtas des sociétés n'améliore pas de façon significative l'estimation (Brown et Warner, 1980 et Fuller, Netter et Stegemoller, 2002).

### **3.4. Résultats et commentaires**

#### **3.4.1. Les gains des actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible**

Les résultats obtenus sur notre échantillon européen sont cohérents avec ceux obtenus par Fuller, Netter et Stegemoller (2002) dans leur étude (tableau 2) et avec ceux d'Hansen et Lott (1996). Ainsi, même si l'amplitude des résultats est plus faible pour l'échantillon européen, les signes des résultats sont identiques : les sociétés initiatrices qui acquièrent des sociétés cotées font en moyenne des pertes et celles qui acquièrent des sociétés détenues de façon privée ou des filiales font en moyenne des gains. En ce qui concerne l'acquisition de sociétés non cotées les résultats sont statistiquement différents de 0 au seuil de 1%, alors que pour les acquisitions de sociétés cotées les rentabilités anormales ne sont pas significatives. Par ailleurs, les rentabilités anormales réalisées par les sociétés initiatrices lors de l'acquisition de sociétés non cotées sont statistiquement supérieures au seuil de 1% ( $t=2,3948$ ) à celles obtenues par les sociétés initiatrices lors de l'acquisition de sociétés cotées.

	<i>Europe</i>	<i>États-Unis</i> <sup>23</sup>
<b>Filiales</b>	<b>1,0660%***</b> <b>t=4,6347</b> <b>(630)</b>	<b>2,75%***</b> <b>(619)</b>
<b>Sociétés cotées</b>	<b>-0,0402%</b> <b>t=-0,0686</b> <b>(196)</b>	<b>-1,00%**</b> <b>(456)</b>
<b>Sociétés Privées</b>	<b>1,3618%***</b> <b>t=4,8276</b> <b>(682)</b>	<b>2,08%***</b> <b>(2 060)</b>

\*, \*\* et \*\*\* indiquent que les rentabilités anormales sont statistiquement différentes de 0 respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Tableau 2 : Gains réalisés par les sociétés initiatrices en fonction du statut de la société cible et de la nationalité de la société initiatrice.

### 3.4.2. L'impact de la tendance du marché des actions sur les gains réalisés par l'initiatrice

Nous observons donc qu'en moyenne l'annonce de l'acquisition d'une société non cotée se traduit par des rentabilités anormales positives. Cependant, selon nous, ce résultat cache d'importantes disparités entre les opérations annoncées lorsque le marché est haussier et celles annoncées lorsque le marché est baissier. En effet, nous pensons qu'il existe une incitation assez forte pour le dirigeant dont les revenus sont indexés sur la performance de la société de compenser la diminution de son revenu lorsque le marché est baissier par des opérations qui maximisent son propre bien-être, quitte à détruire de la valeur pour ses actionnaires. Si les bénéfices personnels qu'il retire de l'opération sont supérieurs à la perte de revenu engendrée par la diminution du cours associée à l'opération, alors le dirigeant peut être incité à réaliser des opérations destructrices de valeur.

Le tableau 3 montre qu'il semble exister une relation entre les rentabilités anormales liées à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition et la rentabilité annuelle de l'indice<sup>24</sup>. En effet, lorsque la performance de l'indice est élevée, les rentabilités anormales moyennes sont fortes. Inversement, les années pour lesquelles la performance de l'indice est moins bonne sont des années au cours desquelles les rentabilités anormales moyennes sont plus faibles.

<sup>23</sup> Données issues de Fuller, Netter et Stegemoller (2002).

<sup>24</sup> La régression expliquant les rentabilités anormales moyennes de chaque année grâce à la rentabilité annuelle de l'indice montre une relation significative au seuil de 10%.

	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>Rentabilités anormales</b>	-0,6807%	0,2828%	1,8612%	1,6912%	1,2719%	1,8528%
<b>Rentabilité de l'indice (DJ STOXX)</b>	-0,3188%	13,4973%	20,9048%	37,6394%	18,4584%	35,8655%
<b>Nombre d'opérations</b>	7	43	83	147	199	219
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>Total</b>
<b>Rentabilités anormales</b>	0,9497%	1,3359%	0,2597%	1,0537%	0,1721%	1,2278%
<b>Rentabilité de l'indice (DJ STOXX)</b>	-4,7393%	-16,9710%	-32,4798%	13,6870%	4,7939%	91,5375%
<b>Nombre d'opérations</b>	258	139	89	74	50	1312

**Tableau 3 : Rentabilités anormales, rentabilité de l'indice et nombre d'acquisitions non cotées par année.**

À ce titre, les années 1998 et 2000 sont des périodes intéressantes à étudier car elles ont connu à la fois une période haussière et période baissière (tableau 4). Pendant les périodes haussières de 1998 et 2000, nous montrons l'existence de rentabilités anormales plus importantes que lors des périodes baissières (en particulier pour l'année 2000, car les rentabilités anormales sont significativement différentes au seuil de 5%).

<b>Période haussière de l'année 2000</b>	<b>Période baissière de l'année 2000</b>	<b>Période haussière de l'année 1998</b>	<b>Période baissière de l'année 1998</b>
1,8962**	-1,0113**	1,8675	0,7656
126	53	123	27

**\*\* : Les moyennes sont statistiquement différentes au seuil de 5% selon que l'opération ait lieu en période haussière ou en période baissière.**

**Tableau 4 : Nombre d'opérations et rentabilités anormales entre 1998 et 2000 selon que la fusion ou l'acquisition ait eu lieu dans un marché haussier ou baissier.**

Pour tester notre hypothèse, nous avons scindé notre échantillon européen en deux sous-échantillons : les opérations dont les dates d'annonce sont antérieures au 7 septembre 2000 d'un côté et celles dont les dates d'annonce sont postérieures à cette date d'un autre. Cette séparation nous permet d'étudier l'impact de la tendance du marché des actions sur la rentabilité des opérations. En effet, comme le montre la figure 8, la fin des années 1990 s'est caractérisée par une croissance relativement continue de l'indice, et à l'inverse, le début des années 2000 s'est caractérisé par une diminution relativement continue de l'indice, alors que depuis le début de 2003, le marché semble hésitant.

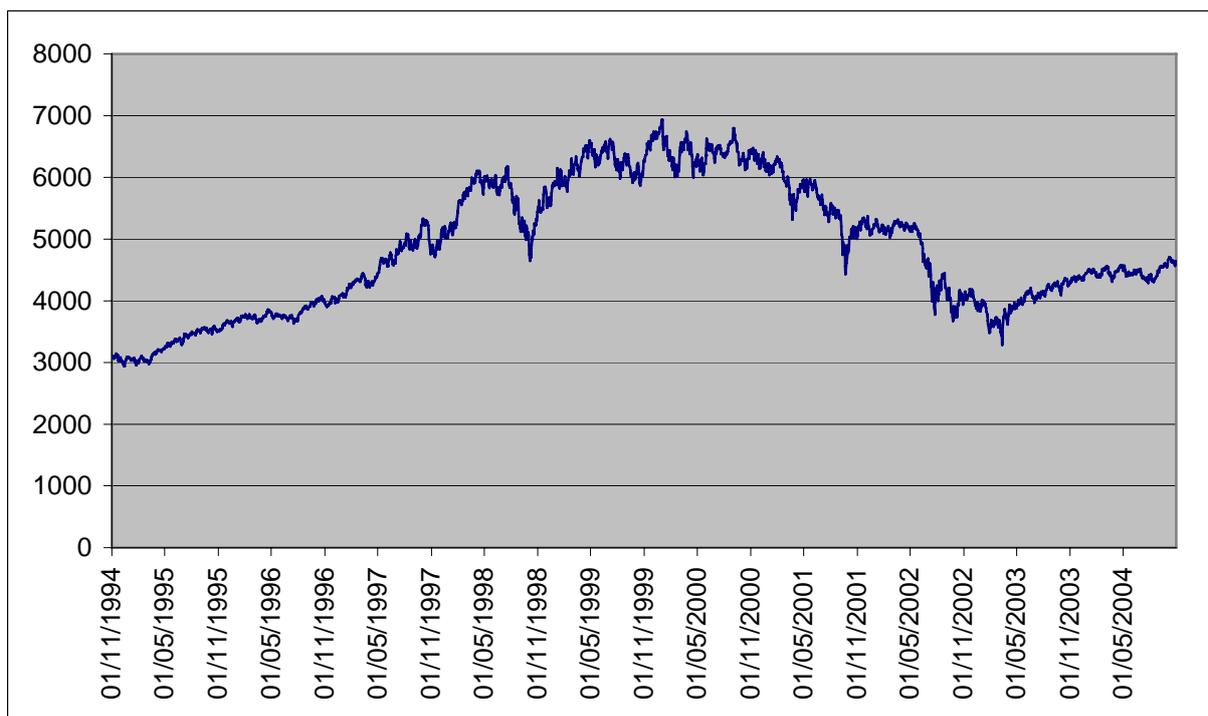


Figure 8 : Évolution de l'indice européen (DJ STOXX).

Le tableau 5 montre que les acquisitions de sociétés non cotées annoncées lorsque le marché est haussier (c'est-à-dire celles annoncées avant le 7 septembre 2000) ont des rentabilités anormales plus élevées que celles annoncées lorsque le marché n'est pas haussier (marché baissier et marché hésitant). Inversement, les acquisitions de sociétés non cotées annoncées lorsque le marché est baissier (c'est-à-dire celles annoncées entre le 7 septembre 2000 et le 31 décembre 2002) ont des rentabilités anormales plus faibles que celles annoncées lorsque le marché n'est pas baissier (marché haussier et marché hésitant). Dans notre échantillon, les moyennes sont dans les deux cas statistiquement différentes au seuil de 5%.

	<b>Marché haussier (avant le 07/09/00)</b>	<b>Marché baissier (entre le 07/09/00 et le 31/12/02)</b>	<b>Marché hésitant (après le 31/12/02)</b>	<b>Total</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	1,5477%** (883)	0,5169%** (305)	0,6982% (124)	1,2278% (1312)

\*\* : Les moyennes sont statistiquement différentes du reste de l'échantillon au seuil de 5%.

Tableau 5 : Gains moyens réalisés par les sociétés initiatrices européennes en fonction de la tendance du marché des actions.

De nombreux auteurs ont souligné l'importance du choix de la méthode de paiement pour expliquer la rentabilité des opérations de fusions-acquisitions. Or, comme l'indiquent Andrade, Mitchell et Stafford (2001), la fréquence d'utilisation des méthodes de paiement n'est pas homogène au cours du temps. Ils montrent en effet que la fréquence d'utilisation des actions est plus importante dans les années 1990 (où près de 70% des opérations sont financées en partie avec des titres et 58% uniquement en titres) que dans les années 1980 (ces chiffres n'étant alors que de 46% et 33%). La comparaison des rentabilités des opérations de fusions-acquisitions n'a donc de sens que si l'on annule l'impact du choix de la méthode de paiement sur la rentabilité de l'opération. Cette étude est l'objet de la section suivante.

### **3.4.3. La tendance sur le marché des actions et la méthode de paiement retenue pour financer l'opération**

#### **3.4.3.1. Les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible et de la méthode de paiement**

Le tableau 6 confirme l'impact du choix de la méthode de paiement comme facteur explicatif des rentabilités observées autour de l'annonce de l'opération, puisque les rentabilités anormales moyennes sont sensiblement différentes en fonction de la méthode de paiement utilisée pour financer l'opération. Les résultats présentés sont également cohérents avec les travaux réalisés par Chang (1998) et par Fuller, Netter et Stegemoller (2002). En effet, les gains réalisés lors des acquisitions de sociétés détenues de façon privée sont plus faibles lorsque l'opération est financée grâce à du *cash* que lorsqu'elle est financée grâce à des actions ordinaires. De même, cette étude confirme que les acquisitions de filiales uniquement financées par des titres ont des rentabilités nettement supérieures à celles uniquement financées par du *cash*. À l'inverse, et de façon cohérente avec les études antérieures, il apparaît que les acquisitions de sociétés cotées financées avec du *cash* se traduisent par des rentabilités plus élevées que celles financées avec des actions. D'autre part, il est intéressant de remarquer que, quelle que soit la méthode de paiement retenue pour financer l'opération, les acquisitions de sociétés non cotées se traduisent par des rentabilités positives. Par contraste, on remarque que les acquisitions de sociétés cotées financées par des *loan notes* et des actions ont des rentabilités anormales négatives bien que non significatives.

	<b>Sociétés détenues de façon privée</b>	<b>Filiales</b>	<b>Sociétés cotées</b>
<b>Uniquement en cash</b>	0,7507%** t=2,4159 (370)	0,9176%*** t=3,9705 (505)	0,4159% t=0,5190 (85)
<b>Partiellement en cash</b>	1,3852%*** t=4,7566 (622)	0,8591%*** t=3,9021 (615)	0,1079% t=0,1802 (166)
<b>Partiellement en liabilities</b>	1,5851% t=1,6673 (59)	0,9075% t=0,8963 (47)	1,2618% t=0,8897 (24)
<b>Partiellement en actions</b>	2,2617%*** t=3,1742 (194)	3,5461%** t=2,5015 (40)	-1,4219% t=-1,2422 (70)
<b>Uniquement en actions</b>	1,0196% t=0,6111 (31)	10,4451%*** t=3,4778 (12)	-1,0732% t=-0,5269 (29)
<b>Partiellement en earnouts</b>	1,8421%** t=2,3040 (127)	0,2130% t=0,1780 (33)	2,2269% t=0,3659 (2)
<b>Partiellement en loan notes</b>	4,5573% t=2,6474 (43)	0,1902% t=0,1606 (6)	-2,3747% t=-1,4119 (29)

\*\*et \*\*\* indiquent que les résultats sont statistiquement différents de 0 respectivement au seuil de 5% et de 1%.

**Tableau 6 : Gains réalisés par la société initiatrice en fonction du statut de la société cible et de la méthode de paiement utilisée.**

### **3.4.3.2. Les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible, de la méthode de paiement et de la tendance sur le marché des actions**

Comme le montre le tableau 7, l'impact de la tendance sur le marché des actions est particulièrement important lorsque l'opération est financée partiellement par des titres : la réaction du marché est fortement positive lorsque le marché est haussier (+2,69%) et elle est négative lorsque le marché est baissier (-1,18%). La différence entre ces deux rentabilités moyennes est significative au seuil de 1%. De même, la tendance du marché des actions semble avoir un impact sur les rentabilités associées à l'annonce d'une opération financée par du *cash*. Lorsque l'opération est partiellement ou entièrement financée en *cash*, il apparaît que la rentabilité est significativement plus élevée (respectivement aux seuils de 10% et 5%) lorsque le marché est haussier.

	<b>Marché haussier</b>	<b>Marché baissier</b>	<b>Marché hésitant</b>	<b>Après le 07/09/00</b>
<b>Uniquement en cash</b>	1,0128%* (647)	0,1672%* (207)	0,8547% (105)	0,3986% (312)
<b>Partiellement en cash</b>	1,2511%** (952)	0,3570%** (319)	0,8036% (130)	0,4863% (449)
<b>Partiellement en liabilities</b>	1,3377% (96)	1,2106% (24)	0,8981% (10)	1,1187% (34)
<b>Partiellement en actions</b>	2,6893%*** (214)	-1,1843%*** (82)	2,0886% (6)	-0,9611% (88)
<b>Uniquement en actions</b>	2,5689%** (53)	-2,1601%** (22)		-2,1601% (22)
<b>Partiellement en earnouts</b>	1,8814% (91)	1,0596% (57)	0,8092% (11)	1,0191% (68)
<b>Partiellement en loan notes</b>	1,0775% (51)	2,8942% (25)	2,7103% (1)	2,8871% (26)

**\*, \*\* et \*\*\* signifient que les rentabilités anormales sont statistiquement différentes (respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%) selon que l'opération ait été annoncée lorsque le marché est baissier ou lorsque le marché est haussier.**

**Tableau 7 : Impact du niveau du marché des actions en fonction de la méthode de paiement retenue pour financer l'acquisition.**

Cet impact est également vérifié pour les opérations financées partiellement avec des *earnouts* et pour celles financées partiellement avec des *liabilities*, mais ne semble pas être significatif du point de vue statistique (certainement du fait du faible nombre d'observations pour ces méthodes de paiement). Au contraire, les opérations financées avec des *loan notes* ne semblent pas être influencées par la tendance du marché des actions (ce résultat doit également être considéré avec la plus grande prudence en raison du faible nombre d'observations).

Les résultats présentés dans le tableau 7 sont cohérents avec l'idée selon laquelle les dirigeants cherchent à maximiser leur propre bien-être lorsque le marché est baissier, puisque la rentabilité anormale moyenne des opérations annoncées lorsque le marché est baissier est plus faible que celle des opérations annoncées lorsque le marché est haussier. Ainsi, Shleifer et Vishny (1988) remarquent que, à certaines occasions, les dirigeants peuvent agir de façon contraire au principe de maximisation de la valeur de leurs actionnaires. Il n'est pas rare de voir, en effet, des dirigeants qui s'opposent à la prise de contrôle hostile de leur société, alors même que cette opération pourrait être très bénéfique pour leurs actionnaires. Les dirigeants ayant réalisé de mauvaises performances sont d'ailleurs plus à même de résister à l'offre lorsqu'ils se rendent compte qu'ils vont devoir négocier pour avoir un emploi ou qu'ils vont devoir chercher un emploi ailleurs.

Cette hypothèse a été testée et vérifiée par Kummer et Hoffmeister (1978) qui montrent que les firmes dont la direction résiste aux prises de contrôle réalisent des performances plus faibles avant l'opération. Walkling et Long (1984) présentent également des résultats qui témoignent que la décision de contester une offre publique est liée aux changements de richesse personnelle du dirigeant. De même, si le dirigeant intervient dans un secteur déclinant, il peut être incité à se diriger vers des secteurs où la croissance est plus rapide. Ainsi, il n'est pas rare de voir des dirigeants investir dans ces secteurs sans avoir de compétences particulières dans ces domaines, alors qu'il aurait été plus bénéfique pour les actionnaires de recevoir les *free cash-flows*. La maximisation de la richesse de ses actionnaires n'est donc pas le seul objectif du dirigeant, il peut également prendre en compte ses propres intérêts. En d'autres termes, Shleifer et Vishny (1988) pensent que les rentabilités négatives des sociétés initiatrices peuvent s'expliquer par la volonté des dirigeants de la société initiatrice de payer pour des avantages personnels qui n'ont aucune valeur pour les actionnaires. Nous partageons ce point de vue, mais nous pensons que cette incitation est encore plus forte lorsque le marché est baissier, car il s'agit pour le dirigeant de compenser au maximum la perte de son revenu.

Finalement, ce résultat peut également être interprété comme étant cohérent avec le modèle d'agence développé par Amihud et Lev (1981). Selon leur modèle, les dirigeants réalisent des fusions conglomerales afin de réduire le risque associé à leur capital humain. Les revenus provenant du travail des dirigeants constituent en général une partie très importante de leur revenu total. Les revenus des dirigeants étant de plus en plus liés à la performance de l'entreprise via les bonus et la valeur de leurs stock-options, le risque associé aux revenus des dirigeants est lié au risque de l'entreprise.

Il peut arriver que le fait de ne pas atteindre ses objectifs de performance se traduise pour le dirigeant par la perte de son emploi, ce qui nuira à son futur emploi et à sa future rémunération. Les dirigeants averses au risque vont donc diversifier leur risque d'emploi par d'autres moyens, et notamment grâce à la réalisation de fusions conglomerales afin de stabiliser les flux de revenus et d'éviter ainsi le risque de banqueroute. Or, lorsque le marché chute, la probabilité que la performance de l'entreprise soit bonne diminue également. Ainsi, lorsque le marché est baissier, les dirigeants averses au risque pourraient être particulièrement incités à réaliser des opérations conglomerales ou plus généralement des opérations qui ne sont pas forcément bénéfiques pour les investisseurs.

### **3.4.4. La tendance sur le marché des actions, l'acquisition de sociétés non cotées et la méthode de paiement choisie pour financer l'opération**

L'objet de cette section est d'étudier en détail l'impact de la tendance du marché des actions sur la rentabilité des acquisitions de sociétés non cotées. Cette analyse comporte trois étapes successives. La première consiste à déterminer les méthodes de paiement qui influencent les rentabilités anormales lors de l'acquisition de sociétés non cotées et à vérifier si la tendance sur le marché des actions a un impact sur les rentabilités anormales à l'aide d'une régression multiple.

Lors de la seconde étape, nous étudions les méthodes de paiement qui ont un impact différent selon la tendance sur le marché des actions à l'aide d'une régression où les variables sont regroupées. La troisième étape repose sur la régression des sous-échantillons. L'objectif est alors de déterminer les variables qui ont un impact significatif dans chaque échantillon.

#### **3.4.4.1. Les résultats de la régression multiple**

Afin de déterminer les méthodes de paiement qui influencent les gains à l'annonce de l'acquisition d'une société non cotée, les rentabilités anormales ont été régressées selon les différentes méthodes de paiement et selon le fait que les opérations ont été annoncées lorsque le marché est baissier ou lorsqu'il est haussier. Les principaux résultats sont reportés dans le tableau 14 en annexe.

La première régression fait apparaître qu'un certain nombre de variables ne semblent pas jouer de rôle significatif pour expliquer les rentabilités anormales. Seule l'utilisation de *loan notes* semble avoir un impact significatif. Cette régression confirme par ailleurs l'impact de la tendance du marché des actions sur les rentabilités anormales. Les régressions 2, 3 et 4 montrent qu'en réalité plusieurs méthodes de paiement ont un impact significatif sur les rentabilités anormales. Par exemple, les opérations financées entièrement avec du *cash* ont un impact positif sur les rentabilités anormales, mais elles créent des rentabilités anormales significativement plus faibles que les opérations qui ne sont pas uniquement financées avec du *cash*. L'utilisation de *loan notes* et d'actions semble également avoir un impact positif sur les rentabilités anormales, mais à l'inverse, ces opérations sont significativement plus créatrices de valeur que les opérations qui ne sont pas financées avec ces méthodes de paiement. Une nouvelle fois, ces régressions montrent que lors des acquisitions de sociétés non cotées, la tendance du marché semble avoir un impact significatif sur les rentabilités anormales.

### 3.4.4.2. Les résultats de la régression en regroupant les variables

L'objet de cette section est de présenter les résultats issus de la régression par regroupement de variables. Comme le rappelle Gujarati (2003), l'intérêt de cette méthodologie est qu'elle fait apparaître une valeur en ordonnée différentielle  $\alpha_2$  ainsi qu'un coefficient de pente différentiel  $\beta_2$ .

En effet, on obtient  $E(AR_t/A_t=0, M_t) = \alpha_1 + \beta_1 M_t$  et  $E(AR_t/A_t=1, M_t) = (\alpha_1 + \alpha_2) + (\beta_1 + \beta_2) M_t$  pour chaque méthode de paiement  $M_t$  si l'on pose l'hypothèse  $E(u_i) = 0$ .

Les résultats obtenus grâce à cette méthode (voir tableau 15 en annexe) montrent que la valeur en ordonnée différentielle  $\alpha_2$  est significative pour toutes les méthodes de paiement étudiées (sauf pour les *liabilities* et les *earnouts*). De façon plus intéressante, le tableau 15 montre que le coefficient de pente différentiel est particulièrement significatif pour les opérations partiellement ou totalement financées en actions et est moins significatif lors des acquisitions financées partiellement en *cash*. En ce qui concerne les autres méthodes de paiement, le coefficient de pente différentiel n'est pas significatif. Autrement dit, l'utilisation de titres et, dans une moindre mesure, l'utilisation de *cash* n'ont pas le même impact selon que l'opération est réalisée dans un contexte de marché haussier ou que l'opération est réalisée dans un contexte de marché baissier.

### 3.4.4.3. Les régressions des sous-échantillons

La dernière étape de notre analyse repose sur la régression des sous-échantillons (tableau 16). L'idée sous-jacente est d'étudier dans quelle mesure une méthode de paiement donnée influence les rentabilités anormales lorsque le marché est haussier et lorsqu'il est baissier.

Cette étude montre que les opérations entièrement ou partiellement financées par du *cash* se traduisent par des rentabilités anormales plus élevées lorsque le marché est haussier (respectivement +1,40% et +1%) que lorsque le marché est baissier (respectivement +0,57% et +0,55%). Lorsque le marché est haussier, on peut également observer que les rentabilités anormales sont significativement plus faibles lorsque du *cash* est offert (significatif au seuil de 5%) que lorsqu'il n'y a pas de *cash* d'offert. Un résultat équivalent (significatif au seuil de 10%) est mis en évidence lors des opérations financées uniquement en *cash*. Cependant, quelle que soit la tendance du marché des actions (haussier ou baissier), les rentabilités anormales sont en moyenne positives lorsque l'opération est financée en *cash* partiellement ou entièrement.

Ce n'est pas le cas pour les acquisitions financées entièrement ou partiellement en actions. Dans les deux cas, lorsque le marché est haussier, les rentabilités anormales sont positives et significatives, mais lorsque le marché est baissier, les rentabilités anormales sont négatives et significativement plus faibles. Ce résultat est particulièrement remarquable et confirme la régression précédente montrant que les acquisitions en actions ont un impact différent sur les rentabilités anormales selon la tendance du marché.

### **3.4.5. Commentaires des résultats**

Les résultats de cette étude sont cohérents avec l'idée selon laquelle les dirigeants vont compenser la diminution de leur revenu par la réalisation d'opérations qui maximisent leur propre utilité, quitte à détruire de la valeur pour leurs actionnaires lorsque le marché des actions est baissier. En effet, une offre en numéraire pour la société cible permet aux actionnaires actuels de garder l'ensemble des gains futurs. Au contraire, une offre en titres pour la société cible permet d'affecter une partie des pertes potentielles aux nouveaux actionnaires. Dès lors, un dirigeant ayant pour objectif de maximiser la richesse des actionnaires réalisera une offre uniquement en *cash*, tandis qu'il effectuera une offre en titres s'il réalise une opération qui détruit de la valeur.

De plus, comme le soulignent Jung, Kim et Stulz (1996), un dirigeant qui investit dans un projet dont la valeur actuelle nette (VAN) est négative préférera financer cette acquisition par des titres, car un financement par dettes pour un projet à VAN négative réduit éventuellement les ressources sous le contrôle du dirigeant, puisque la valeur actuelle des remboursements dépasse la valeur actuelle des flux générés par le projet.

Autrement dit, l'impact négatif sur le cours de bourse sera plus faible si le dirigeant utilise des titres plutôt que du *cash* lorsqu'il finance une opération destructrice de valeur. Le dirigeant aura donc doublement intérêt à utiliser des titres car, dans ce cas, les impacts négatifs sur sa propre richesse et sur celles de ses actionnaires seront plus faibles.

### **3.5. Conclusion**

Ce chapitre étudie les gains réalisés par les actionnaires de sociétés initiatrices en fonction du statut de la société cible. Les résultats obtenus par Fuller, Netter et Stegemoller (2002) sont dans leur ensemble vérifiés par notre échantillon européen. Nous confirmons en particulier l'existence d'un effet « acquisition de sociétés non cotées », car la rentabilité des acquisitions de sociétés non cotées se traduit par une rentabilité moyenne sensiblement supérieure à celle observée pour les sociétés cotées.

Cette étude confirme également que les acquisitions de sociétés non cotées financées par des titres ont une rentabilité moyenne supérieure aux acquisitions de sociétés non cotées financées par du *cash*. Ces résultats sont cohérents avec ceux de Chang (1998), Fuller, Netter et Stegemoller (2002) et Moeller, Schlingemann et Stulz (2003).

Notre échantillon européen confirme également en grande partie notre idée selon laquelle les gains liés aux opérations réalisées lorsque le marché des actions a tendance à augmenter sont plus importants que les gains liés aux opérations réalisées lorsque le marché des actions a tendance à diminuer.

En particulier, nous observons que l'utilisation d'actions lorsque le marché est baissier est significativement moins créatrice de richesse que lorsque le marché est haussier. Selon nous, ce résultat peut s'expliquer par des phénomènes d'agence et est cohérent avec les travaux de Shleifer et Vishny (1988) et Amihud et Lev (1981).

En effet, les dirigeants ont des incitations à réaliser des opérations qui ne sont pas cohérentes avec la maximisation du profit des actionnaires lorsque le marché est baissier. Dans ce cas, les dirigeants peuvent chercher à compenser la diminution de leur revenu ou à réduire le risque associé à leur capital humain. Ils vont alors réaliser des opérations qui maximisent leur propre bien-être quitte à détruire de la valeur pour leurs actionnaires. Leur objectif n'étant plus la maximisation de la richesse de leurs actionnaires, ces opérations peuvent se traduire par de la destruction de valeur. Les dirigeants ont alors intérêt à utiliser des titres, car cette méthode de paiement permet de transférer des pertes aux nouveaux actionnaires, et donc de limiter l'impact négatif sur le cours de bourse de la société qu'ils dirigent.

## CHAPITRE 4

### LES DÉTERMINANTS DU CHOIX DE LA MÉTHODE DE PAIEMENT DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS TRANSNATIONALES<sup>25</sup>

#### 4.1. Introduction

De très nombreuses recherches ont essayé d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions (pour une revue de la littérature sur cette question, voir chapitre 1). Cependant, à notre connaissance, aucune de ces études ne fait la distinction entre les acquisitions domestiques et les acquisitions transnationales. Or, les opérations de fusions-acquisitions transnationales ont très fortement augmenté pendant les quinze dernières années. Au cours des années 1990, le nombre d'acquisitions de plus d'un million de dollars réalisées à l'étranger par des sociétés initiatrices américaines cotées a été multiplié par près de cinq en seulement dix ans, et la valeur totale de ces opérations a été multipliée par plus de dix sur la même période. Depuis les années 2000 et l'éclatement de la bulle financière, le nombre d'acquisitions transfrontalières a diminué, mais il représente plus du triple de ce qu'il était quinze ans plus tôt, et les sommes engagées demeurent près de six fois plus importantes quinze ans après (voir tableau 17, en annexe).

Malgré cette importante hausse, le nombre d'acquisitions internationales est largement inférieur au nombre d'acquisitions domestiques. Au cours de la période 1990-2005, les sociétés américaines cotées ont acquis 25 295 sociétés dans le cadre d'opérations domestiques dont la valeur était supérieure à un million de dollars. Dans le même temps, le nombre d'acquisitions de plus d'un million de dollars réalisées par des sociétés initiatrices américaines à l'étranger n'était que de 3618. Les acquisitions transnationales ne représentent donc que 12,5% du nombre total d'acquisitions réalisées par les sociétés américaines cotées au cours de cette période.

De nombreuses études ont été menées pour expliquer les raisons qui incitent les sociétés à réaliser des acquisitions au niveau national plutôt qu'au niveau international et en particulier dans le domaine des services financiers. La principale explication à ce résultat est qu'il existe des barrières qui rendent difficile le fait de posséder et de diriger une institution financière dans un pays étranger (Berger, DeYoung et Udell, 2000).

---

<sup>25</sup> Cet article a été présenté à l'AFFI en juin 2006 et à EIBA en décembre 2006.

Parmi elles, il est souvent fait allusion à la distance géographique et à la distance culturelle pour expliquer la différence de flux d'opérations de fusions-acquisitions. Pour Buch et Delong (2001), la distance géographique et le fait de partager ou non une même langue sont des estimateurs de l'asymétrie informationnelle. Autrement dit, plus la distance géographique et la distance culturelle seront élevées, plus les problèmes d'asymétrie informationnelle seront importants et donc moins les opérations seront probables.

Outre les flux d'opérations, la distance géographique et la distance culturelle influencent le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. Grinblatt et Keloharju (2001) montrent en effet que les investisseurs ont plus de chances de détenir des actions de sociétés proches géographiquement, qui communiquent dans la langue maternelle de l'investisseur, et qui ont des dirigeants ayant le même background culturel. De ce fait, un actionnaire acceptera plus facilement de participer à une opération de fusion-acquisition financée par un échange d'actions lorsque les distances culturelle et géographique sont réduites.

L'état de développement économique et financier du pays d'origine de la société cible est également un élément qui peut influencer le choix de la méthode de paiement. Pour Rossi et Volpin (2004), les investisseurs n'aiment pas être payés en actions d'un pays étranger. Ce désintérêt pour les actions sera d'autant plus important que le système financier et la sphère économique sont peu développés. Dans ce cas, l'investisseur préférera en effet être payé en numéraire.

Autrement dit, il se pourrait qu'il existe des déterminants du choix de la méthode de paiement propres aux opérations transnationales. Les travaux antérieurs (qui ne font pas la distinction entre les opérations transnationales et domestiques) ont permis de souligner l'importance de certaines variables dans le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions. Nous avons utilisé ces variables comme variables de contrôle, et nous y avons ajouté des variables liées à la distance géographique, à la distance culturelle séparant la société cible et la société initiatrice, ainsi qu'au développement économique et financier du pays d'origine de la société cible.

Ce chapitre est structuré de la manière suivante. La deuxième section passe en revue la littérature qui s'intéresse au choix de la méthode de paiement et aux distances géographique et culturelle dans les opérations de fusions-acquisitions. La troisième section décrit les données et les variables utilisées dans cette étude. Enfin, la quatrième section présente les résultats des régressions univariées et multivariées et la cinquième donne une conclusion.

## **4.2. La revue de la littérature**

Cette recherche est à la fois liée aux travaux portant sur le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions et aux travaux portant sur les opérations de fusions-acquisitions transnationales. L'objet de cette section est de présenter brièvement les principaux travaux réalisés à ce jour concernant ces deux questions.

### **4.2.1. Le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions**

De très nombreuses théories ont été élaborées pour expliquer le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. Dans cette section, nous proposons une brève revue de la littérature des caractéristiques de l'opération qui sont supposées avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement.

#### **4.2.1.1. L'impact de la taille de la société initiatrice et de la société cible sur le choix de la méthode de paiement**

Hansen (1987) a développé un modèle de négociation avec informations asymétriques. Ce modèle prédit que plus la taille relative de la société cible par rapport à la société initiatrice augmente, plus la probabilité d'un paiement en actions sera probable, car les problèmes d'asymétrie informationnelle sont une fonction croissante de la taille relative. Martin (1996) a testé cette prédiction. Il montre que le ratio montant payé pour l'acquisition sur la valeur de marché de la société initiatrice lors des 20 jours précédant l'annonce n'est pas significatif au seuil de 5%. Ce résultat est confirmé par Ghosh et Ruland (1998).

En revanche, Zhang (2001), sur un échantillon britannique et Grullon, Michaely et Swary (1997) montrent que plus la taille de la cible est importante par rapport à la taille de l'initiatrice, plus la probabilité d'un financement en titres ou en une combinaison de titres et *cash* est importante. L'impact de la taille relative n'a donc pas été établi de façon certaine.

#### **4.2.1.2. L'impact de la compétition sur le choix de la méthode de paiement**

Le modèle de Fishman (1989) étudie le rôle de la méthode de paiement dans la compétition anticipée entre plusieurs offreurs pour le contrôle d'une même cible. Lorsque le premier acquéreur fait une offre pour la société cible, les autres acquéreurs potentiels peuvent étudier l'offre qui vient d'être faite et obtenir de l'information concernant la rentabilité de l'opération et, pourquoi pas, entrer dans la compétition pour le contrôle de la société cible. L'offre anticipée doit donc être réalisée de façon à décourager les acquéreurs potentiels à entrer dans la compétition car, lorsque la compétition augmente, les gains de la société initiatrice diminuent et les gains de la société cible augmentent (Berkovitch et Narayanan (1990), Bradley Desai et Kim (1988) et De, Fedenia et Triantis (1996)). Selon Fishman (1989), les acquéreurs payent en *cash* afin de signaler une évaluation importante de la cible et de décourager une compétition potentielle avec d'autres offreurs. Dans son article, Fishman (1989) ne propose pas d'études empiriques. En revanche, Franks, Harris et Mayer (1988) rapportent que sur la période 1955-1985, contrairement aux prédictions de Fishman (1989), la compétition est plus élevée lors des offres en *cash* que lors des offres en titres. Cornu et Isakov (2000) mettent en évidence que les offres en *cash* sont plus souvent associées à une compétition entre les offreurs que les offres en titres, ces dernières étant par définition plus agressives, car souvent utilisées dans le cadre d'opérations hostiles. Néanmoins, ils montrent empiriquement et théoriquement que la probabilité d'avoir une compétition lors d'une offre hostile est plus faible après une offre en *cash* qu'après une offre en titres, ce qui confirme les travaux de Fishman (1989).

Berkovitch et Narayanan (1990) étudient également le rôle de la méthode de paiement dans la compétition entre les offreurs et son effet sur les gains de la société initiatrice et de la société cible. Leur modèle prédit notamment que lorsque la compétition augmente, le montant de *cash* utilisé pour financer la prise de contrôle augmente.

De, Fedenia et Triantis (1996) obtiennent des résultats qui contredisent les modèles de Fishman (1989) et de Berkovitch et Narayanan (1990), puisqu'ils montrent d'une part que les offres uniquement en *cash* et celles uniquement en titres étaient plus disputées que les offres mixtes, et puisque d'autre part, ils ne réussissent pas à savoir si les offres en *cash* génèrent plus ou moins de compétition que les offres en titres. À nouveau, les résultats sont contradictoires, mais on ne peut exclure l'hypothèse selon laquelle la compétition influence le choix de la méthode de paiement.

#### **4.2.1.3. L'impact de la forme d'acquisition et du caractère de l'offre sur le choix de la méthode de paiement**

Selon Martin (1996), la forme d'acquisition (offre publique ou fusion) peut jouer un rôle important dans le choix de la méthode de paiement. Une offre publique financée par du *cash* est soumise au *William Act* et peut débiter quelques jours après l'annonce de l'opération. Au contraire, une offre en titres, qu'elle prenne la forme d'une offre publique ou d'une fusion, doit respecter le *Securities Act* de 1933 et nécessite pour l'initiatrice d'obtenir l'autorisation de la *Securities and Exchange Commission* (voir Gilson, 1986). Autrement dit, le délai nécessaire pour obtenir l'autorisation de réaliser une offre en actions est plus long que dans le cadre d'une offre en *cash*. La société initiatrice qui souhaite réaliser une offre hostile est donc incitée à utiliser du *cash* dans le cadre d'une offre publique pour financer son acquisition afin de ne pas laisser le temps à la société cible d'organiser sa défense.

Les résultats présentés par Martin (1996) sont cohérents avec cette hypothèse. Selon lui, le désir de réaliser l'opération aussi vite que possible du fait de la compétition actuelle ou possible d'autres sociétés initiatrices, associé aux différentes lois applicables en fonction de la méthode de financement finalement retenue incitent les dirigeants à utiliser du *cash* lors des offres publiques. De même, Jensen et Ruback (1983) soulignent que la plupart des offres publiques sont financées grâce à du *cash* et que la plupart des fusions sont financées grâce à des actions.

En revanche, Noronha et Sen (1995) montrent que le caractère hostile ou amical de l'offre n'est pas fonction de la méthode de paiement.

#### **4.2.1.4. L'impact du statut de la société cible sur le choix de la méthode de paiement**

Une des principales différences entre les sociétés cotées et les sociétés non cotées tient dans la concentration de leur actionnariat. Les sociétés non cotées ont tendance à avoir peu d'actionnaires qui détiennent chacun une participation très importante dans leur société. Lorsque la société est introduite en bourse, de nombreuses actions sont émises, ce qui dilue la participation des actionnaires. Les sociétés cotées ont donc tendance à avoir un actionnariat plus dispersé que les sociétés non cotées.

Cette distinction est importante lorsqu'une société acquiert une société cible non cotée, car l'acquisition aura tendance à créer des blocs d'actionnaires dans le capital de la société initiatrice après la fusion. Puisque ces actionnaires possèdent d'importantes richesses investies dans la société, ils vont être incités à contrôler les actions des dirigeants. De ce fait, le dirigeant qui souhaite pouvoir jouir d'une pleine liberté d'action sera enclin à utiliser du numéraire lors de l'acquisition d'une société non cotée.

#### **4.2.1.5. L'impact du fait que la société initiatrice et la société cible interviennent dans le même secteur d'activité sur le choix de la méthode de paiement**

Le fait que la société cible et la société initiatrice interviennent dans le même secteur d'activité peut influencer le choix de la méthode de paiement. Selon Rossi et Volpin (2004), les actionnaires de la société cible préfèrent être payés en *cash* plutôt qu'en actions lors des opérations internationales. La base de données *Thomson Financial* confirme cette intuition puisque, lors des acquisitions domestiques, les opérations en *cash* uniquement représentent 64% des acquisitions contre 74% dans les opérations transfrontalières. À l'inverse, des actions ne sont utilisées que dans 14% des opérations transnationales contre 21% dans les acquisitions domestiques.

Cette désaffection pour les titres dans les opérations transnationales est selon nous encore plus importante lors des opérations conglomérales, car en plus d'avoir des actions étrangères, l'actionnaire de la société cible obtient des actions d'une société évoluant dans un secteur différent de celui dans lequel il avait préalablement choisi d'investir.

## **4.2.2. L'impact des distances géographique et culturelle dans les opérations de fusions-acquisitions**

À notre connaissance, il n'existe pas d'études s'intéressant au choix de la méthode de paiement dans les opérations internationales<sup>26</sup>. En revanche, un certain nombre d'études se sont intéressées à l'impact de la distance sur les rentabilités anormales générées par des opérations de fusions-acquisitions. Ces études montrent qu'il existe une relation négative entre les distances géographique et culturelle et la rentabilité anormale obtenue par la société initiatrice. L'objet de cette section est de présenter les principaux résultats de ces études, puis dans un second temps de justifier l'utilisation de variables liées à la distance pour expliquer le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions internationales.

### **4.2.2.1. Le lien entre distance et acquisitions transnationales**

Selon Lehto (2004), la distance géographique entre la cible et l'initiatrice joue un grand rôle. En effet, l'auteur rappelle qu'une source possible de synergie provient de la mise en commun d'actifs. Or, l'utilisation commune d'actifs est facilitée lorsque les deux sociétés sont proches géographiquement. De même, selon cet auteur, la distance détériore la qualité de l'information qu'une société initiatrice peut avoir concernant la société cible. Néanmoins, Lehto (2004) reconnaît que ce désavantage peut être compensé par une hausse du monitoring de la cible. Mais, puisque ce monitoring est coûteux, la distance a un impact sur la probabilité et la rentabilité de l'opération. Dans la même optique, Buch et DeLong (2001) soutiennent que des pays proches en terme de distance géographique ont plus de chances d'avoir des aspects culturels en commun, ce qui réduit le coût informationnel.

Ces hypothèses sont cohérentes avec les résultats empiriques proposés par Ashcroft, Coppins et Raeside (1994) qui montrent, grâce à un modèle de gravitation, qu'au Royaume-Uni, les flux de fusions-acquisitions de régions différentes ne sont pas un processus aléatoire. Les flux entre les régions sont positivement corrélés à la taille de la région et négativement à la distance entre les deux régions (pour deux des trois années étudiées).

---

<sup>26</sup> En revanche, certaines études ont étudié l'impact des acquisitions transnationales sur la richesse des actionnaires de l'initiatrice (voir Conn (2003) pour une revue de la littérature). Ainsi, par exemple, Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) montrent que la distance culturelle entre la société initiatrice et la société cible a un impact significatif sur les gains de long terme, lors des acquisitions transnationales.

En ce qui concerne l'Allemagne, les résultats présentés par Rodriguez-Pose et Zademach (2003) montrent que lorsque la distance est considérée de façon indépendante, elle joue un rôle faible dans la dynamique de l'activité de fusions-acquisitions, mais lorsqu'elle est étudiée conjointement avec les indicateurs d'agglomération, elle semble jouer un rôle important dans la réalisation d'opérations de fusions-acquisitions.

Un certain nombre d'études a également montré qu'il était plus difficile pour une société éloignée d'acquérir de la connaissance (Jaffe, Trajtenberg et Henderson (1993), Keller (2002), Maurseth et Verspagen (2002) et Greunz (2003)). Ainsi, Keller (2002) montre que les bénéfices liés aux *spillovers* (ou externalités technologiques) sont une fonction décroissante de la distance et qu'au-delà de 1200 kilomètres, ces bénéfices sont réduits de moitié.

Par ailleurs, Letho (2004) et Buch et Delong (2001) soulignent également l'intérêt pour la société cible et la société initiatrice de partager la même langue. En effet, selon ces auteurs, le fait de partager une langue commune est de nature à diminuer les coûts de rapprochement entre les deux cultures d'entreprise, puisque l'information n'a besoin d'être transmise que dans une seule langue. Or, pour Letho (2004), le fait d'être géographiquement proche permet à l'acquéreur et à la cible de partager le même langage dans la communication par messages tacites.

#### **4.2.2.2. Apport de la présente recherche**

Le but de cette recherche est de mettre en évidence les principaux déterminants du choix de la méthode de paiement offerte lors d'une opération de fusions-acquisitions transnationale. Outre les caractéristiques identifiées dans les études précédentes, qui ne faisaient pas la distinction entre les opérations transnationales et les opérations domestiques, nous pensons que des éléments liés à la distance peuvent influencer le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales.

Dans ce chapitre, le terme de distance est à prendre au sens large. Cette notion fait aussi bien référence à la distance géographique qu'à la distance culturelle ou économique entre le pays d'origine de la société initiatrice et celui de la société cible. En règle générale, on suppose que pour ces différents indicateurs, plus le pays d'origine de la société cible et celui de la société initiatrice sont semblables, plus un financement en actions sera probable et plus ces pays sont différents, plus un financement en *cash* sera probable.

Ce point de vue est cohérent avec les travaux de Grinblatt et Keloharju (2001) qui montrent que les investisseurs ont plus de chances de détenir, d'acheter et de vendre des actions de sociétés finlandaises qui sont proches de l'investisseur, qui communiquent dans la langue maternelle de l'investisseur et qui ont des dirigeants ayant le même background culturel. De ce fait, il est naturel de penser que les actionnaires de la société cible auront une probabilité plus importante d'accepter une offre en titres, si l'acquéreur est proche géographiquement et culturellement. Donc, si la société initiatrice veut augmenter sa probabilité de réussir son offre sur une société éloignée, elle aura intérêt à utiliser du numéraire.

### **4.3. Données et variables**

#### **4.3.1. Description des données**

Notre échantillon est composé de 2502 acquisitions transnationales réalisées par des sociétés initiatrices américaines cotées entre le 01/01/1990 et le 31/12/2005. Pour faire partie de notre échantillon, l'opération devait en plus respecter les critères suivants :

1. L'opération devait être financée uniquement avec du *cash* ou uniquement avec des actions.
2. L'opération devait être supérieure à 1 million de dollars et concerner plus de 50% des titres de la société cible. Cela permet d'éliminer les opérations mineures de notre échantillon afin que celles-ci ne perturbent pas les résultats.
3. Enfin, l'opération devait avoir réussi.

Notre échantillon fait apparaître de façon peu surprenante que la plupart des acquisitions transnationales réalisées par des sociétés initiatrices américaines ont principalement concerné des sociétés cibles britanniques (23,5%) et canadiennes (16,11%), loin devant les sociétés allemandes (7,71%) et françaises (6,59%) (voir tableau 18 en annexe). Ce résultat est cohérent avec les travaux antérieurs qui soulignent le rôle joué, dans les opérations de fusions et d'acquisitions transnationales, par le fait que la société initiatrice et la société cible possèdent une langue commune. Les sociétés cibles d'acquisitions américaines sont principalement européennes (55,16%). Il est cependant intéressant de remarquer que 16,11% des acquisitions américaines sont réalisées au Canada et 9,40% en Amérique centrale et du Sud. La distance semble donc être potentiellement un facteur explicatif du choix de la cible.

L'Australie est peut être influencée par ces deux phénomènes, car elle concentre à elle seule 5,88% des acquisitions américaines. L'Asie et l'Afrique représentent respectivement 11,63% et 1,28% des acquisitions internationales américaines. Au total, notre échantillon est composé de sociétés cibles de 83 pays différents.

Les informations concernant les opérations de fusions-acquisitions ont été collectées grâce à la base de données *Thomson Financial*. Ainsi, nous avons obtenu des informations concernant la date d'annonce, le caractère de l'offre (amicale ou non), la méthode de paiement utilisée pour financer l'opération, le pourcentage de titres acquis, la valeur de l'opération, le statut de la société cible (cotée ou non), la valeur de marché de l'initiatrice quatre semaines avant l'opération, s'il s'agit d'une offre publique ou non, le nombre d'acquéreurs et si le secteur d'activité de la cible et de l'initiatrice est lié.

Le tableau 19 en annexe permet de voir que dans la plupart des cas, dans notre échantillon, la société initiatrice américaine a acquis la totalité des actions de la société cible étrangère, qu'elle paye beaucoup plus souvent en numéraire qu'en actions et qu'elle acquiert principalement des sociétés non cotées dans le cadre d'une offre amicale ne prenant pas la forme d'une offre publique.

## **4.3.2. Les variables**

### **4.3.2.1. Définition des variables de contrôle**

La revue de la littérature nous a permis de souligner que des éléments tels que la taille relative de la société initiatrice par rapport à la société cible, la forme de l'acquisition, la compétition ou le statut de la société cible peuvent être supposés avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions.

Tout comme Martin (1996), nous avons utilisé le ratio montant payé pour l'acquisition sur la valeur de marché de la société initiatrice lors des 20 jours précédant l'annonce comme estimation de la taille relative de la société initiatrice par rapport à la société cible. Cependant, dans le cas où la société initiatrice n'a pas cherché à acquérir 100% des titres de la société cible, nous avons calculé le prix qu'aurait payé l'initiatrice si elle avait acquis 100% des titres.

Nous avons également utilisé des variables muettes pour contrôler l'impact de la forme de l'acquisition, le caractère de l'offre, le fait que la société initiatrice et la cible interviennent dans le même secteur d'activité et le statut de la société initiatrice sur le choix de la méthode de paiement. Enfin, nous avons utilisé le nombre d'acquéreurs, c'est-à-dire le nombre d'offres réalisées par différents acquéreurs sur une même cible pour estimer la compétition. Les informations concernant les variables de contrôle ont été collectées exclusivement à partir de la base de données *Thomson Financial*.

#### **4.3.2.2. Définition des variables spécifiques aux opérations transnationales<sup>27</sup>**

La revue de la littérature (et notamment les travaux de Grinblatt et Keloharju (2001)) nous a également permis de souligner que des variables liées à la distance géographique pouvaient être de nature à influencer le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales de telle sorte que plus la distance entre la société initiatrice et la société cible est importante, plus la probabilité d'un paiement en actions est faible. Dans cette recherche, la distance géographique a été évaluée par la distance en kilomètres séparant la capitale du pays d'origine de la société initiatrice (ici Washington D.C. pour l'ensemble de l'échantillon) et la capitale du pays d'origine de la société cible.

Les travaux antérieurs semblent également être cohérents avec l'idée selon laquelle la différence de culture entre le pays d'origine de la société initiatrice et celui de la cible a un impact sur le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales. Néanmoins, la distance culturelle est une notion difficile à quantifier. Selon Buch et DeLong (2001), le fait de partager une même langue, et selon Stulz et Williamson (2003) et La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1999), avoir la même religion peuvent être vus comme des mesures de la culture commune entre deux pays. Nous avons donc retenu ces deux variables dans notre étude. L'information concernant ces variables a été obtenue grâce à la base de données *CIA World Fact Book*.

Pour Chakrabarti, Jayaraman et Mukherjee (2005), le fait d'avoir la même origine en ce qui concerne le système juridique (*legal law* par opposition à *civil law*) est également un indicateur de distance culturelle. À partir de l'information collectée sur la base de données *CIA World Fact Book*, nous avons donc utilisé une variable muette afin d'estimer l'impact de cette variable.

---

<sup>27</sup> Ces variables sont décrites dans le tableau 20.

Ces trois premières mesures sont des approximations de la distance culturelle. Il existe également une mesure largement utilisée dans la littérature économique et financière qui propose d'estimer la distance culturelle de façon plus précise. Hofstede (1980) propose en effet un indice qui estime la distance culturelle à partir de quatre dimensions : la distance hiérarchique, le degré d'individualisme ou de collectivisme, le degré de masculinité ou de féminité, le contrôle de l'incertitude. Chaque dimension est évaluée pour différents pays et est disponible sur internet<sup>28</sup>. L'indice se calcule ensuite en utilisant la formule suivante :

$$\text{Indice de Hofstede} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^4 (S_{A,i} - S_{C,i})^2}}{4}$$

Où  $S_{A,i}$  est le score de l'acquéreur pour la dimension  $i$  et  $S_{C,i}$  est le score de la cible pour la dimension  $i$ .

Outre la distance géographique et la distance culturelle, nous pensons également que le développement économique et financier du pays d'origine de la société cible est aussi un facteur pouvant influencer le choix de la méthode de paiement. Cette analyse repose sur l'utilisation d'indicateurs permettant de mesurer le développement économique et des marchés financiers du pays d'origine de la cible, de calculer l'ouverture de ces pays sur le monde, ainsi que leur compétitivité et de mesurer le risque pays.

En premier lieu, nous avons considéré le PIB par habitant du pays d'origine de la société cible. Pour cela, nous avons collecté l'information sur la base de données *CIA World Fact Book*. Nous avons également utilisé l'Indice de Développement Humain. Cet indicateur composite a l'intérêt de prendre en compte différentes dimensions du développement telles que l'espérance de vie, l'éducation et le niveau de vie des habitants. Ainsi, cet indicateur classe les pays de 0 (niveau le plus faible possible) à 1 (niveau le plus élevé possible). En 2003, le pays qui avait l'Indice de Développement Humain le plus élevé était la Norvège dont le score était de 0,963 et le pays qui avait l'Indice de Développement Humain le plus faible était le Niger dont le score était de 0,281<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> L'adresse du site sur lequel se trouvent les données est la suivante : <http://www.geert-hofstede.com>.

<sup>29</sup> Source : Rapport mondial sur le développement humain 2005 du Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD).

L'ouverture du pays d'origine de la société cible peut également avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement lors des acquisitions transnationales. Plus le pays est ouvert sur l'économie mondiale, plus un paiement en actions semble probable. Afin de mesurer l'ouverture de l'économie du pays d'origine sur le monde, nous avons utilisé l'indicateur fourni par *Penn World Tables* :

$$\text{Indice d'ouverture du pays} = \frac{\text{importations} + \text{exportations du pays d'origine de la cible}}{\text{PIB du pays d'origine de la cible}}$$

Cette étude a également utilisé des indicateurs permettant de mesurer la compétitivité des pays d'origine des sociétés cibles. Nous avons retenu le *Growth Competitiveness Index* (GCI) qui est diffusé par le *World Economic Forum*<sup>30</sup>. Cet indice est composé de trois dimensions : un indice technologique, un indice des institutions publiques et un indice d'environnement macroéconomique.

Nous avons également utilisé des indices permettant d'estimer le risque pays. *The Political Risk Index* est un indice fourni par le *World Bank Institute*<sup>31</sup> mesurant le risque politique des différents pays. Cet indice peut prendre des valeurs comprises entre 0 (en cas de risque politique très important) et 10 (en cas d'absence totale de risque politique). Cet indicateur composite prend notamment en compte la stabilité politique et l'absence de violence, l'efficacité du gouvernement, la séparation constitutionnelle de la justice et du pouvoir, ainsi que le contrôle de la corruption.

La note risque pays de la Coface est calculée à partir de sept dimensions : la vulnérabilité de la conjoncture, le risque de crise de liquidité en devises, le surendettement extérieur, la vulnérabilité financière de l'État, la fragilité du secteur bancaire, les fragilités de l'environnement politique et de la gouvernance et le comportement de paiement des entreprises. Il existe sept notes pouvant aller de A1 (la probabilité de défaut est très faible et la situation politique et économique est bonne) à D. Nous avons donc défini une variable muette prenant la valeur 0 si le pays d'origine de la société cible est noté A et 1 sinon<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Source : Global competitiveness Report 2005-2006 du *World Economic Forum*.

<sup>31</sup> Source : Les données sont disponibles à l'adresse suivante : <http://forum.maplecroft.com/loadmap?template=map&issueID=9>.

<sup>32</sup> Source : <http://www.trading-safely.com/sitecwp/cefr.nsf>.

Nous avons également utilisé trois indicateurs dont se servent Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (2005) pour mesurer le développement des marchés financiers. Nous avons donc considéré le ratio capitalisation boursière sur PIB, le nombre de sociétés cotées sur la population en millions et le ratio *equity* émis par des sociétés nouvellement cotées en milliers sur le PIB en millions.

## **4.4. Résultats des régressions**

### **4.4.1. Les résultats de la régression univariée**

L'objet de ce chapitre est de déterminer les variables qui influencent le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. Cette étude ne s'intéresse qu'aux opérations ayant utilisé uniquement du *cash* ou uniquement des actions. Puisque la variable à expliquer est une variable muette qui prend la valeur 0 lorsque l'opération est financée avec du *cash* uniquement et qui prend la valeur 1 lorsque l'opération est financée avec des actions uniquement, un modèle logit a été utilisé afin de tester si les variables explicatives sont significatives<sup>33</sup>. Notre modèle logit a utilisé des *clusters* en fonction de la nationalité de la société cible.

Les tableaux 21 et 22 en annexe présentent les résultats des régressions univariées. En premier lieu, il apparaît que seules deux variables de contrôle ressortent comme étant significatives pour expliquer le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. En effet, les variables « *relatedness* » et « statut de la société cible » sont significatives au seuil de 1% pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Autrement dit, ces différentes régressions montrent que quatre variables utilisées comme variables de contrôle ne sont pas significatives. Ainsi, notre variable « compétition », le nombre d'acquéreurs pour une même offre, n'est pas significative dans la régression univariée. Ce résultat est cohérent avec les travaux de De, Fedenia et Triantis (1996). De même, notre étude met en évidence des résultats qui contredisent ceux de Martin (1996) sur un échantillon ne faisant pas la distinction entre les acquisitions transnationales et les acquisitions domestiques. En effet, Martin (1996) montre que le caractère de l'offre, ainsi que la forme de l'acquisition, influencent le choix de la méthode de paiement. Notre régression univariée ne permet pas de confirmer ce résultat pour les acquisitions transnationales. Enfin, de façon cohérente avec Martin (1996), Ghosh et Ruland (1998) et Chemmanur et Paeglis (2003) et incohérente avec Grulon, Michaely et Swary (1997), nous trouvons qu'il n'existe pas de relation entre la taille relative de la société cible par rapport à celle de la société initiatrice et la méthode de paiement.

---

<sup>33</sup> Nous avons également utilisé un modèle probit pour voir si les résultats différaient. Les résultats étant qualitativement les mêmes, nous n'avons pas reporté les résultats obtenus avec le modèle probit.

Les variables propres aux opérations transnationales semblent également avoir un impact pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Ainsi, la distance géographique est significative au seuil de 1% pour expliquer cette variable.

La régression univariée permet également de confirmer l'impact de la distance culturelle entre le pays d'origine de la cible et celui de l'initiatrice sur le choix de la méthode de paiement. Deux mesures, la religion et l'indice d'Hofstede, utilisées pour étudier l'impact de cette variable sur le choix de la méthode de paiement, ne sont pas significatives, mais deux autres mesures, la langue et l'origine du système légal, sont significatives au seuil de 1%.

Enfin, il est très intéressant de noter qu'une seule variable économique, le risque politique, n'est pas significative au seuil de 10%. Les autres variables économiques et financières sont significatives et, en particulier, les trois mesures de développement des marchés financiers qui sont significatives au seuil de 1%.

#### **4.4.2. Les résultats de la régression multivariée**

Le tableau 23 en annexe, qui répertorie l'ensemble des corrélations entre les variables, fait apparaître de façon peu étonnante que certaines de ces variables sont fortement corrélées. En particulier, le PIB par habitant est corrélé de façon très importante avec l'Indice de Développement Humain (0,89), le GCI (0,80) et le risque politique (0,90). De ce fait, il est difficile d'isoler l'effet de chacune de ces variables. Cette difficulté peut être surmontée en utilisant une procédure de régression séquentielle (*stepwise regression*).

À nouveau, nous avons utilisé un modèle logit dans la régression multivariée. La première régression présentée dans le tableau 24 en annexe inclut toutes les variables de l'étude, mais dans la régression séquentielle, nous avons utilisé uniquement les variables qui étaient significatives dans la régression univariée, ainsi que l'indice d'Hofstede et la variable « risque politique » car, bien que ces variables ne soient pas significatives au seuil de 10%, elles étaient toutes proches de l'être (elles étaient significatives au seuil de 12%).

Les résultats des régressions multivariées sont résumés dans le tableau 24 en annexe. Nos deux variables de contrôle sont significatives au seuil de 1%. Ainsi, nous montrons l'existence d'une relation positive entre le statut de la société cible (cotée ou non cotée) et l'utilisation d'actions pour financer l'opération, ce qui signifie qu'une société cotée a plus de chances d'être acquise avec des actions qu'une société non cotée. Cette relation est cohérente avec l'idée selon laquelle les dirigeants sont réfractaires à l'idée d'acquérir des sociétés non cotées avec des actions, car cela a tendance à créer des blocs d'actionnaires qui auraient intérêt à contrôler les actions des dirigeants. Lors des acquisitions de sociétés, l'actionnariat est plus dispersé, ce qui a tendance à moins créer de blocs d'actionnaires.

Les résultats témoignent également de l'existence d'une relation positive entre l'utilisation d'actions et la variable « *relatedness* ». Cela signifie donc que les actionnaires de la cible ne souhaitent pas échanger leurs actions contre les actions d'une société ayant une autre nationalité et qui intervient sur un secteur d'activité différent.

Comme dans la régression univariée, la distance géographique entre la société initiatrice et la société cible est une variable significative au seuil de 1% pour expliquer le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales. Le signe négatif précédant le coefficient dans les cinq régressions signifie que, plus cette distance est courte, plus la probabilité d'un paiement en actions est élevée. Ce résultat est cohérent avec les travaux de Grinblatt et Keloharju (2001).

Deux des quatre indicateurs utilisés pour prendre en compte la distance culturelle entre la société cible et la société initiatrice sont significatifs pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Ainsi, l'origine du système juridique est significative au seuil de 1% dans deux régressions. Il est intéressant de constater que lorsque la variable origine juridique n'est pas incluse dans la régression, la variable langue devient significative au seuil de 1%. Ce résultat est dû au fait que la langue est très corrélée au système juridique (voir tableau 23 en annexe). Or, la procédure de régression séquentielle utilisée dans cette recherche classe les variables selon leur puissance explicative et garde uniquement les variables ayant la meilleure capacité à expliquer la variable dépendante.

La langue et le système juridique étant très corrélés, le pouvoir explicatif résiduel de l'une par rapport à l'autre est très faible. Les résultats des régressions montrent que le système juridique possède une capacité plus importante à expliquer le choix de la méthode de paiement ; c'est la raison pour laquelle la langue n'apparaît pas comme une variable explicative dans notre régression. Cela illustre d'ailleurs l'intérêt d'utiliser la technique de la régression séquentielle lorsque les variables sont fortement corrélées. Enfin, il apparaît, tout comme dans la régression univariée, que l'indice d'Hofstede n'est pas significatif pour expliquer le choix de la méthode de paiement.

Néanmoins, nous concluons à l'existence d'un impact de la distance culturelle sur le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales car, sur les trois indicateurs utilisés, c'est le seul qui contredise réellement cette hypothèse. Le signe positif pour ces quatre indicateurs implique donc que, plus la distance culturelle entre la société initiatrice et la société cible augmente, plus un paiement en *cash* sera probable.

Certaines variables économiques et financières semblent également influencer le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales et, en premier lieu, l'ouverture économique du pays d'origine de la société cible. Cette variable montre que plus l'économie de la cible est ouverte sur l'économie extérieure, plus l'utilisation de titres est probable. Ce résultat est robuste, car dans les cinq régressions, l'impact de l'ouverture économique sur le monde est significatif au seuil de 1%.

De plus, les résultats suggèrent que le développement économique influence également le choix de la méthode de paiement, puisque nous trouvons que le PIB par habitant est significatif au seuil de 10% pour expliquer le choix de la méthode de paiement dans la régression finale et que la variable IDH est significative au seuil de 5% dans la troisième régression.

La compétitivité du pays d'origine de la cible est également significative. Ce résultat semble être solide, puisque cette variable est significative au seuil de 5% et de 1% selon les régressions. Le signe positif signifie que, plus le pays d'origine de la cible est compétitif, plus la probabilité d'un paiement en actions sera élevée.

À l'inverse, le risque politique a un impact négatif (significatif au seuil de 5%) sur l'utilisation d'actions. En d'autres termes, ce résultat montre que, plus le risque politique du pays d'origine de la cible est élevé, moins la probabilité d'un financement en titres sera forte.

En revanche, la régression ne permet pas de confirmer la relation entre le développement des marchés financiers et l'utilisation d'actions dans une fusion ou une acquisition bien que les trois mesures soient significatives dans la régression univariée. Ce résultat est dû au fait que ces variables sont fortement corrélées à la langue et au système juridique. Une étude spécifique concernant l'impact de ces variables sur le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales devra donc être réalisée à l'avenir afin de confirmer ou non leur impact.

#### **4.5. Conclusion**

Cette recherche permet de mieux appréhender le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. Elle montre en effet qu'au-delà des variables classiquement utilisées dans les études antérieures ne faisant pas la distinction entre les acquisitions domestiques et internationales, il existe des variables spécifiques aux opérations transnationales qui influencent ce choix. Cette étude est, à notre connaissance, la première qui se soit intéressée à cette question dans le cadre d'opérations impliquant un acquéreur et une société cible de nationalité différente.

À partir de quatre grandes familles de variables, les variables de contrôle issues de la littérature ne faisant pas la distinction entre les opérations domestiques et les opérations transnationales, la distance géographique entre le pays d'origine de la société initiatrice et le pays d'origine de la société cible, la distance culturelle entre ces deux pays, ainsi qu'à partir d'indices mesurant le développement économique et le développement du système financier du pays d'origine de la société cible, nous montrons qu'il existe des variables spécifiques au choix de la méthode de paiement dans les opérations internationales.

Notre échantillon montre ainsi que la distance géographique séparant les deux sociétés est une variable significative pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Plus la distance est élevée, plus la probabilité d'un paiement en actions est forte. De même, nous concluons à l'impact de la distance culturelle entre le pays d'origine de la société cible et celui de la société initiatrice sur le choix de la méthode de paiement, car une seule des quatre variables utilisées pour mesurer cet impact n'est pas significative. Ces deux résultats sont cohérents avec l'idée selon laquelle les distances culturelle et géographique influencent le choix de la méthode de paiement de telle façon que, plus la distance au sens large est importante entre le pays d'origine de la société initiatrice et celui de la société cible, plus un financement en actions est faible. Ce résultat est cohérent avec les travaux de Grinblatt et Keloharju (2001) qui montrent qu'un investisseur préfère détenir des actions d'une société qui est proche de lui géographiquement et culturellement.

Certaines variables liées au développement économique du pays d'origine de la société cible semblent également influencer le choix de la méthode de paiement dans les opérations transnationales. Notamment le développement humain, la compétitivité, ainsi que l'ouverture du pays d'origine de la cible sur l'économie extérieure, sont des déterminants significatifs du choix de la méthode de paiement.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

L'objectif de cette thèse était d'étudier le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions selon trois axes et trois méthodologies différentes. Après avoir proposé une revue de la littérature s'intéressant à cette question (chapitre 1 de la thèse), nous avons utilisé la méthodologie de l'étude de cas pour confronter les théories et les modèles existants à la réalité d'une opération, la cas de la lutte entre la BNP et la Société Générale pour l'obtention du contrôle de Paribas (chapitre 2). Ensuite, nous avons utilisé une étude d'événements pour étudier l'impact de la tendance du marché des actions et du choix de la méthode de paiement sur les rentabilités anormales réalisées par la société initiatrice lors de l'acquisition de sociétés non cotées (chapitre 3). Enfin, nous avons étudié les déterminants du choix de la méthode de paiement lors de l'acquisition de sociétés transnationales à l'aide d'une étude économétrique reposant sur l'utilisation d'un modèle logit et d'une régression séquentielle (chapitre 4).

Ces quatre articles ont ainsi permis de couvrir les différents champs d'investigation actuels de la question du choix de la méthode de paiement lors des offres de fusions-acquisitions. L'objet de cette conclusion générale est de rappeler les principaux résultats de cette recherche en reprenant successivement les différentes problématiques traitées dans cette thèse, d'en évoquer les limites et de proposer des prolongements futurs possibles.

### **5.1. La validation des théories expliquant le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions**

#### **5.1.1. Les études empiriques ne permettent pas vraiment de conclure**

Le premier chapitre de cette thèse propose une revue de la littérature concernant le choix de la méthode de paiement lors des offres de fusions-acquisitions. Le principal enseignement de cette section est qu'il existe de très nombreuses théories et de très nombreux modèles qui ont été développés pour expliquer le choix de la méthode de paiement retenue pour financer une opération de fusion-acquisition.

Hansen (1987), Fishman (1989), Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) et Berkovitch et Narayanan (1990) ont développé des modèles d'asymétrie informationnelle. Dans ces modèles, les offreurs dont l'information privée est favorable utilisent du *cash* comme méthode de paiement, ce qui permet d'expliquer pourquoi le cours des actions des sociétés initiatrices réagit plus favorablement à l'annonce d'une offre en numéraire plutôt qu'à l'annonce d'une offre en titres lors de l'acquisition de sociétés cotées.

La fiscalité est également un élément qui est supposé avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement (Brown et Ryngaert (1991), etc.). En effet, les offres en *cash* sont considérées comme imposables immédiatement pour les actionnaires de la cible, alors que les offres en actions sont généralement non imposables jusqu'au moment où les titres reçus sont vendus. De ce fait, une offre en *cash* nécessitera le paiement d'une prime plus élevée afin de compenser l'imposition immédiate. Ainsi, selon la théorie fiscale et en ignorant les effets de signal, les actionnaires de l'initiatrice préféreront une offre en *cash* si la prime offerte aux actionnaires de la cible n'est pas supérieure aux avantages fiscaux de l'échange.

De même, selon Stulz (1988), la propriété managériale de la société cible et de la société initiatrice influence le choix de la méthode de paiement. En effet, plus le dirigeant de la société initiatrice possède une fraction importante des actions de la société qu'il dirige, moins il sera disposé à financer l'opération par un échange d'actions afin d'éviter les phénomènes de dilution. Inversement, plus le dirigeant de la société cible possède une fraction importante des actions de la société qu'il dirige, plus il sera enclin à accepter une offre en titres afin de conserver du pouvoir dans la société résultante.

L'hypothèse du contrôle externe (Black (1992), etc.) stipule que les « grands actionnaires », en particulier les actionnaires institutionnels, peuvent influencer le choix de la méthode de paiement retenue pour financer l'opération. Puisque les acquisitions de sociétés cotées payées en titres ont un impact en moyenne négatif sur la valeur de l'entreprise initiatrice, les actionnaires institutionnels sont supposés utiliser leur pouvoir d'influence sur les dirigeants afin que l'opération soit financée avec du numéraire. Ainsi, la fréquence d'utilisation d'actions comme méthode de paiement est supposée être plus faible lorsque l'actionnariat de la société initiatrice est composé de blocs d'actionnaires et/ou d'investisseurs institutionnels.

Selon Jensen (1986, 1988), Harris et Raviv (1990) et Stulz (1990), l'utilisation de dettes pour financer une opération de fusion-acquisition pourrait être bénéfique pour les actionnaires de la société initiatrice. En effet, du fait de la hausse de la probabilité de faillite, les dirigeants sont incités à travailler plus. Par ailleurs, l'utilisation de dettes diminue les flux de trésorerie librement utilisables par les dirigeants, ce qui réduit les coûts d'agence des *free cash-flows*.

Les performances passées de l'entreprise peuvent également influencer le choix de la méthode de paiement. Selon Zhang (2001), si la société cible réalise de mauvaises performances avant l'opération, cela signifie qu'elle est gérée de façon inefficace. Dans ce cas, l'utilisation de *cash* est probable afin de supprimer la direction de la société et de la remplacer par une direction plus performante. Au contraire, lorsque la société initiatrice a réalisé de bonnes performances dans le passé, l'utilisation d'actions devient meilleur marché et peut s'avérer attrayante pour les actionnaires de la société cible.

Jung, Kim et Stulz (1996) expliquent par ailleurs que les sociétés disposant de bonnes opportunités d'investissement préfèrent utiliser des actions afin de pouvoir investir dans le maximum de projet à VAN positive. À l'inverse, un financement par dettes maximise la valeur des sociétés ayant de faibles opportunités d'investissement car, contrairement à l'émission d'actions, la dette oblige le dirigeant à rembourser des *cash-flows* qu'il ne peut utiliser afin d'investir dans des projets à faible rentabilité.

D'après Brealey, Hodges et Capron (1976), Taggart (1977), Marsh (1982) et Choe, Masulis et Nanda (1993), les cycles économiques sont supposés avoir une influence sur la détermination de la méthode de paiement utilisée lors des acquisitions puisqu'une augmentation de l'activité économique générale se traduit par une hausse de la probabilité d'un financement en titres.

Le choix de la méthode de paiement a un impact direct sur la structure financière de la société résultante : une acquisition financée par du *cash* réduit sa liquidité, alors qu'une offre en titres réduit son endettement. Selon Murphy et Nathan (1989), la méthode de paiement peut être choisie de façon à optimiser la structure du capital de la société résultante après l'acquisition. De ce fait, les sociétés riches en *cash* utiliseront du numéraire et les sociétés pauvres en *cash* des actions.

Une offre publique financée par du *cash* peut débiter quelques jours après l'annonce de l'opération. Au contraire, une offre en titres, qu'elle soit proposée dans le cadre d'une offre publique ou dans le cadre d'une fusion, nécessite pour l'initiatrice d'obtenir une autorisation, ce qui peut prendre plusieurs mois (Gilson (1986)). Un acquéreur pressé de réaliser une opération préférera donc utiliser du *cash* dans le cadre d'une offre publique.

Enfin, selon Officer (2004), la méthode de paiement utilisée pour financer une acquisition peut être choisie de façon à minimiser les coûts de renégociation des deux sociétés au moment de l'opération. La société utilisera du *cash* si elle n'est pas contrainte financièrement, ou une protection (de type *collar* par exemple) si les valeurs des titres de la société cible et de la société initiatrice ne sont pas suffisamment corrélées pour que l'on puisse s'attendre à une offre en titres uniquement sans que celle-ci ait besoin d'une renégociation.

Il ressort de cette synthèse de la littérature que le choix par le dirigeant de la méthode de paiement lors d'une acquisition est une décision complexe, car influencé par de nombreux éléments. Avant de prendre sa décision, le dirigeant prend en considération ses propres intérêts, la législation, les performances passées et futures des deux sociétés, la propriété managériale de la société initiatrice et de la société cible... Malgré tout, l'impact de certains phénomènes sur le choix de la méthode de paiement demeure incertain. Il existe notamment une controverse concernant le pouvoir explicatif des modèles d'asymétrie informationnelle et des modèles fiscaux. En effet, certains résultats empiriques semblent valider ces modèles et d'autres semblent les contredire. Devant l'impossibilité d'obtenir des résultats probants en étudiant de larges échantillons d'opérations, le recours à la méthodologie de l'étude de cas paraissait donc particulièrement adapté.

### **5.1.2. Les principales théories actuelles permettent d'expliquer le choix de la méthode de paiement dans la lutte entre la Société Générale et la BNP pour le contrôle de Paribas**

De ce fait, nous avons consacré le second chapitre de cette thèse à l'étude du choix de la méthode de paiement dans le cadre de la lutte entre la BNP et la Société Générale pour le contrôle de Paribas. Cette opération est particulièrement intéressante pour étudier si les théories actuelles permettent réellement d'expliquer ce choix, puisque la BNP et la Société Générale ont offert successivement différentes méthodes de paiement afin d'inciter les actionnaires de Paribas à participer à leur offre plutôt qu'à celle de leur concurrent.

Ainsi, les méthodes de paiement utilisées dans cette opération semblent être cohérentes avec les modèles d'asymétrie informationnelle (impact positif de la taille relative sur l'utilisation de titres, impact positif de la compétition sur l'utilisation de *cash*), les modèles de propriété managériale et de contrôle des dirigeants (l'absence de « grands actionnaires » et de propriété managériale significative est cohérente avec l'utilisation d'actions dans les offres initiales) ainsi qu'avec la théorie fiscale (les offres finales comportent une offre principale et une offre subsidiaire permettant aux actionnaires d'opter pour une imposition des plus-values immédiate ou ultérieure). Le cas BNP Paribas permet également de souligner les conséquences de l'utilisation d'un Certificat de Valeur Garantie dans une offre, car il s'agit de l'une des seules utilisations d'une telle méthode de paiement dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition.

Par ailleurs, nos résultats confirment qu'à court terme, les actionnaires de la société cible réalisent des gains anormaux et que les actionnaires de la société initiatrice réalisent des pertes anormales. Bien que ces résultats ne soient pas statistiquement significatifs, ils sont cohérents avec les études empiriques antérieures : les grands bénéficiaires des opérations de fusions-acquisitions sont les actionnaires de la société cible, surtout lorsqu'il existe une compétition entre différents offreurs. Néanmoins, sur le long terme, l'opération semble avoir été bénéfique pour les actionnaires de la société initiatrice.

L'acquisition de Paribas par la BNP permet également de confirmer le résultat selon lequel lorsque la société cible est une société cotée, l'utilisation d'actions est moins bien perçue par le marché que l'utilisation de numéraire.

## **5.2. L'impact du choix de la méthode de paiement diffère selon le statut de la société cible également en Europe**

Les travaux de Fuller, Netter et Stegemoller (2002) soulignent que ce dernier résultat est spécifique aux acquisitions de sociétés cotées. En effet, dans leur échantillon composé de sociétés initiatrices américaines, ils montrent que lors de l'acquisition de sociétés non cotées, l'effet inverse peut être observé : les acquisitions financées par un échange d'actions se traduisent par des rentabilités anormales supérieures à celles qui sont financées par du numéraire. Par ailleurs, ils mettent en évidence un « effet société non cotée » puisque les gains liés aux acquisitions de sociétés non cotées sont plus importants que ceux qui sont liés aux acquisitions de sociétés cotées.

Ces résultats pourraient être spécifiques aux sociétés initiatrices américaines et pourraient ne pas être confirmés dans le cadre d'une étude portant sur des données européennes. Dans le troisième chapitre de cette thèse, nous avons donc réutilisé la méthodologie de Fuller, Netter et Stegemoller (2002) que nous avons appliquée à des données européennes. Nous confirmons ainsi l'existence d'un « effet société non cotée » sur nos données européennes. Par ailleurs, nous montrons qu'en Europe les acquisitions de sociétés non cotées financées avec des actions se traduisent également par des rentabilités anormales plus importantes que lorsque l'acquisition est financée avec du *cash*, et qu'à l'inverse, pour les sociétés cotées, les acquisitions financées avec du *cash* créent en moyenne plus de valeur que les acquisitions financées avec des actions.

### **5.3. La tendance sur le marché des actions a un impact sur les rentabilités anormales lors de l'annonce d'une acquisition de société non cotée**

Ce troisième chapitre permet également de montrer que les acquéreurs de sociétés non cotées réalisent des gains significativement plus élevés lorsque le marché est haussier que lorsque le marché est baissier. Ce résultat est dû au fait qu'à la fois les acquisitions financées avec des titres et celles financées avec du *cash* créent moins de valeur lorsque le marché est baissier. En effet, dans ce cas, il existe des motivations particulièrement importantes pour les dirigeants de sociétés ayant une rémunération indexée sur la performance de l'entreprise à réaliser des opérations de fusions-acquisitions qui maximisent leur propre bien-être fût-ce au prix d'une destruction de valeur pour les actionnaires. De même, selon Amihud et Lev (1981), les dirigeants réalisent des fusions conglomerales afin de stabiliser les flux de trésorerie de la société et donc de réduire le risque associé à leur capital humain. Puisque la probabilité de faillite est plus importante lorsque le marché est baissier que lorsque le marché est haussier, l'incitation à réaliser des opérations conglomerales non nécessairement créatrices de valeur devrait être plus importante lorsque le marché est baissier que lorsque le marché est haussier.

Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que la différence dans les rentabilités anormales entre les opérations réalisées lorsque le marché est haussier et celles qui sont réalisées lorsque le marché est baissier, est particulièrement significative lorsque les opérations sont financées avec des actions. Ce résultat est cohérent avec notre hypothèse puisque les opérations financées avec des actions permettent de transférer des pertes potentielles aux nouveaux actionnaires, ce que ne permet pas un paiement en numéraire. Les dirigeants de sociétés motivés par des phénomènes d'agence ont donc tout intérêt à financer une opération destructrice de valeur grâce à un paiement en actions.

## **5.4. Il existe des déterminants du choix de la méthode de paiement propres aux opérations transnationales**

Les modèles développés à ce jour pour expliquer le choix de la méthode de paiement utilisée dans les opérations de fusions-acquisitions ne font généralement pas la distinction entre les opérations domestiques et les opérations transnationales ou bien se concentrent exclusivement sur les opérations transnationales. Le dernier chapitre de cette thèse a donc été consacré à l'étude des déterminants du choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions transnationales. Il montre notamment qu'un certain nombre de variables spécifiques aux opérations transnationales influence le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions. Ainsi, la distance géographique, la distance culturelle, ainsi que la distance économique entre le pays d'origine de la société initiatrice et celui de la cible, influencent ce choix de telle sorte qu'une distance plus importante augmente la probabilité d'un financement en *cash*.

## **5.5. Les limites et les prolongements futurs possibles**

### **5.5.1. Les limites du cas BNP-Paribas-Société Générale**

Une des principales limites de notre second chapitre (l'étude de la lutte entre la BNP et la Société Générale pour le contrôle de Paribas) tient aux caractéristiques mêmes de la méthodologie de l'étude de cas. Autant cette méthodologie peut être particulièrement adaptée lorsque le nombre d'observations du phénomène à étudier est faible<sup>34</sup>, autant il est difficile de généraliser la portée des résultats obtenus. La réponse que nous apportons à la question : « Les théories actuelles permettent-elles réellement d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions ? » est donc très partielle. Nous pouvons affirmer uniquement que le choix de la méthode de paiement dans le cadre de l'opération BNP-Paribas-Société Générale semble cohérent avec les théories développées à ce jour.

Il serait donc intéressant d'étudier des opérations analogues sur certains points et de voir si nos résultats sont confirmés ou s'ils proviennent du contexte particulier de l'opération. Ainsi, par exemple, il pourrait être intéressant d'étudier d'autres opérations qui se sont traduites par une bataille d'enchères entre plusieurs sociétés initiatrices reposant sur l'utilisation de différentes méthodes de paiement.

---

<sup>34</sup> C'est le cas ici puisque le nombre d'opérations ayant inclus un Certificat de Valeur Garantie à l'échelle mondiale est très limité. Nous avons trouvé moins de trente opérations à l'échelle mondiale, celles-ci étant principalement réalisées par des sociétés françaises.

Par ailleurs, il pourrait être intéressant d'étudier une autre opération où un Certificat de Valeur Garantie attractif (c'est-à-dire un CVG émis dans le but d'inciter les actionnaires de la société cible à apporter leurs titres à l'offre) a été offert comme méthode de paiement dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition (par exemple l'offre Axa-UAP, l'offre Promodès-Casino ou l'offre Suez Lyonnaise des eaux-Société Générale de Belgique).

De même, il pourrait être intéressant d'étudier une opération où un Certificat de Valeur Garantie défensif (c'est-à-dire un CVG émis dans le but de dissuader les actionnaires de la société cible d'apporter leurs titres à l'offre) a été offert. Dans le cadre d'une offre en *cash*, un CVG défensif permet de différer le coût de l'opération ou d'en réduire le coût (cas de l'opération Allianz-AGF par exemple). Dans le cadre d'une offre par échange d'actions, le principal avantage de l'utilisation d'un CVG défensif est qu'il permet de diminuer le risque de dilution du capital du fait de l'émission d'un trop grand nombre d'actions nouvelles (cas de l'opération Rallye-Casino).

Les travaux antérieurs concernant le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions se concentrent principalement sur les offres en *cash*, les offres par échange d'actions et les offres mixtes, sans réellement faire de distinctions entre les différents actifs offerts à l'échange. De ce fait, de nombreuses méthodes de paiement utilisées dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions n'ont à ce jour pas été étudiées par les chercheurs. Ainsi, il aurait pu être intéressant de prolonger les résultats obtenus dans ce second chapitre en réalisant une étude empirique sur un échantillon uniquement constitué d'opérations incluant des CVG. Cependant, il paraît difficile d'obtenir des résultats réellement significatifs du fait du faible nombre d'opérations, et des différentes utilisations possibles de cet outil financier qu'il faut différencier (utilisation d'un CVG défensif dans le cadre d'une offre en *cash*, d'un CVG attractif dans le cadre d'une offre en actions...).

En revanche, certaines autres méthodes de paiement, qui n'ont pas fait l'objet d'une attention particulière de la part de la communauté scientifique, ont été très largement utilisées à l'échelle mondiale, ce qui permettrait de mener des études empiriques sur de larges échantillons. La base de données *Thomson Financial* dénombre en effet plus de 100 actifs financiers utilisés au moins dans 10 opérations à travers le monde, 37 utilisés au moins 100 fois et 15 utilisés au moins 1 000 fois.

Ainsi, par exemple, il n'existe pas à notre connaissance de recherches étudiant l'utilisation de *warrants* comme méthode de paiement dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. Pourtant, il serait intéressant de préciser les avantages et les inconvénients à la fois pour la société initiatrice et la société cible d'utiliser cette méthode de paiement dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, d'identifier quelles sont les sociétés initiatrices et cibles qui utilisent cette méthode de paiement pour financer une acquisition et/ou de déterminer l'impact pour les actionnaires de la société initiatrice de l'inclusion de cette méthode de paiement dans une opération.

Un prolongement possible est également d'appliquer la méthodologie de l'étude de cas à une autre problématique liée aux opérations de fusions-acquisitions. Par exemple, cette méthodologie serait utile pour déterminer si l'utilisation de mécanismes de défenses anti-acquisition est cohérente avec le principe de la maximisation de la richesse des actionnaires. Une controverse existe en effet entre les chercheurs concernant ce point, et a été ravivée en France par la décision du Gouvernement d'autoriser l'émission de bons de souscription d'actions lors d'une offre hostile. Certains pensent, en effet, que l'utilisation de mécanismes de défense permet d'augmenter le pouvoir de négociation des dirigeants, ce qui est profitable aux actionnaires car cela permet aux dirigeants de négocier une prime plus importante. D'autres, en revanche, pensent que ce pouvoir de négociation supplémentaire peut être utilisé par les dirigeants à des fins personnelles (les dirigeants s'enracinent dans la société afin de conserver leur emploi et leur niveau de rémunération). À nouveau, les études empiriques menées sur de larges échantillons n'ont pas permis d'obtenir une réponse nette à cette question. En effet, d'un côté, DeAngelo et Rice (1983) obtiennent des pertes non significatives à l'annonce de l'adoption d'un mécanisme de défense anti-acquisition et interprètent ce résultat comme une faible preuve validant l'hypothèse d'enracinement et de l'autre, Linn et McConnell (1983) mettent en évidence que l'adoption de ces mêmes mécanismes est associée à une réaction positive du marché, validant ainsi la théorie de la maximisation de la richesse des actionnaires. L'ensemble des travaux évoqués se concentre sur la réaction du marché boursier à l'annonce d'une fusion-acquisition ou suite à la mise en place d'une mesure anti-acquisition. Peu d'études scientifiques à notre connaissance s'intéressent à l'impact de l'utilisation de ces mesures sur la richesse des actionnaires de la cible et de l'initiatrice pendant une tentative de prise de contrôle. L'étude d'un cas tel que l'opération de Mittal Steel sur Arcelor permettrait certainement de mieux comprendre quels sont les impacts sur la richesse des actionnaires de la société cible et de la société initiatrice de l'utilisation de mécanismes de défense suite à une offre hostile.

### 5.5.2. Les limites de la méthodologie de l'étude d'événements

Le gain boursier associé aux opérations de fusions-acquisitions a été estimé, dans les deuxième et troisième chapitres de cette thèse, à l'aide de la méthode dite de l'étude d'événements, qui consiste à mesurer l'évolution anormale du cours des titres de l'entreprise cible et/ou de l'entreprise initiatrice par rapport à une valeur théorique définie en l'absence d'événement, autour de la date d'annonce de l'opération. Cette approche permet d'isoler les variations de prix liées à l'annonce de l'offre publique de celles qui proviennent de facteurs extérieurs à la publication de l'information, comme les mouvements du marché par exemple. La première étude d'événements publiée est historiquement attribuée à Dolley (1933) qui s'est intéressé à l'impact sur la richesse des actionnaires de l'annonce de la division du nominal de l'action (*stock splits*). Depuis, cette méthodologie s'est largement diffusée en Finance et a été utilisée pour mesurer les conséquences sur la valeur de la société des principales décisions prises par les dirigeants. On accorde classiquement à Fama, Fisher, Jensen, et Roll (1969) la paternité de la forme actuelle de l'étude d'événements.

Cette méthode, centrée sur la création de richesse pour l'actionnaire, nécessite de poser préalablement une hypothèse dite « d'efficience des marchés ». Pour Fama (1970), un marché boursier peut-être dit efficient si les cours « reflètent pleinement » toute l'information disponible. Il distingue néanmoins trois formes d'efficience des marchés : la forme faible (l'information porte uniquement sur les cours passés), la forme semi-forte (les informations retenues sont publiques) et la forme forte (toutes les informations privées (celles des dirigeants par exemple) et publiques sont prises en compte). La forme semi-forte, qui semble être la plus conforme à la réalité, est celle qui est utilisée dans la méthode de l'étude d'événements. En effet, cette hypothèse est compatible avec l'existence de rendements anormaux à court terme. Elle implique que, dès l'annonce de la fusion ou de l'acquisition et de son prix, le cours de la société initiatrice s'ajuste rapidement pour incorporer les nouvelles perspectives du titre : si le marché estime que l'opération est créatrice de valeur, alors le cours du titre augmentera, dans le cas contraire, il diminuera.

Le succès de cette méthodologie est très certainement imputable à sa simplicité d'utilisation. Néanmoins, les études d'événements comportent des limites théoriques importantes et en particulier les études à long terme (Kothari et Warner (2004)). De même, un certain nombre d'auteurs ont remis en cause le fait que le marché réagisse parfaitement sans aucun biais à toute nouvelle information (par exemple, Harrison, Oler et Allen (2006)).

La tâche initiale pour toute personne qui veut réaliser une étude d'événements est de définir l'événement à étudier et d'identifier la date à laquelle le cours des firmes concernées doit être pris en compte. Le principal problème réside dans la détermination de la date. Doit-on considérer la date à partir de laquelle d'éventuelles rumeurs ont couru, la date à laquelle le marché prend effectivement connaissance de l'opération, ou bien la date exacte de cette dernière ? Ces dates peuvent différer sensiblement les unes des autres, en cas de réaction tardive du marché à l'annonce, ou en cas de fuites d'informations. C'est la raison pour laquelle une étude d'événements examine une période autour de la date d'annonce de l'événement, ou « fenêtre d'événements », et non la réaction ponctuelle des marchés. Évidemment, le choix de la fenêtre d'événements est toujours critiquable car, plus on allonge la période d'analyse, plus on a de chances de capturer l'ensemble des effets liés à l'opération, mais plus l'estimation est sujette à prendre en considération des bruits statistiques. Dans le troisième chapitre de cette thèse, nous avons décidé d'étudier les rentabilités anormales sur la période allant de deux jours avant à deux jours après l'annonce de l'opération. Nos résultats pourraient être différents quantitativement et qualitativement en cas d'utilisation de fenêtres d'événements différentes.

Pour pouvoir réaliser une étude d'événements, il est important de connaître quelle aurait été la rentabilité enregistrée si aucun événement n'avait eu lieu. Cette rentabilité dite « normale », par différence avec la rentabilité réellement enregistrée, va permettre de calculer, au moment de l'annonce, la rentabilité dite « anormale ». Plusieurs modèles existent pour calculer la rentabilité normale d'un titre donné. Dans cette thèse, nous avons estimé les rentabilités anormales à l'aide d'un modèle de marché simplifié suivant ainsi la méthodologie retenue par Fuller, Netter et Stegemoller (2002). Cette méthodologie exigeait de prendre uniquement en considération les acquéreurs qui ont annoncé cinq opérations ou plus dans un laps de temps inférieur à trois ans. Les paramètres de marché pour la période précédant chaque opération n'ont donc pas été calculés, puisque pour les acquéreurs qui réalisent de nombreuses opérations, la probabilité que l'offre précédente soit incluse dans la période de régression est importante, ce qui réduit la qualité des bêtas. De plus, il a été montré que pour les fenêtres d'études réduites, le fait de pondérer les gains du marché par les bêtas des sociétés n'améliore pas de façon significative l'estimation (Brown et Warner, 1980 et Fuller, Netter et Stegemoller, 2002). Néanmoins, afin de vérifier ce résultat, nous avons calculé les rentabilités anormales également à l'aide du modèle de marché. Les résultats étant qualitativement identiques, nous ne les présentons pas dans cette thèse.

Lors de la réalisation d'une étude d'événements, il est fréquent de se heurter au problème d'asynchronisme des données ou au problème des cotations irrégulières qui sont de nature à introduire des biais dans le calcul des rentabilités anormales. Afin de résoudre ce problème, nous avons calculé les bêtas selon la méthodologie de Scholes et Williams (1977) et selon celle de Dimson (1979). Les résultats obtenus sont quantitativement différents de ceux obtenus en utilisant la méthode classique, mais sont qualitativement identiques. Ce résultat est d'ailleurs cohérent avec les travaux de Jain (1986) qui montrent, en comparant les rentabilités anormales calculées à l'aide de la méthodologie de Scholes et Williams (1977) et celles obtenues à l'aide d'une régression par les moindres carrés ordinaires, que les différences sont minimes.

Il est également courant d'être confronté au problème des données manquantes en particulier lors des études portant sur des marchés peu liquides. Hachette et Mai (1991) proposent quatre méthodes différentes permettant de surpasser ce problème et de reconstituer les cours de bourse des sociétés concernées : la méthode du prédécesseur, celle du successeur, celle de la répartition uniforme et celle du lissage exponentiel. Grâce à des simulations, ils montrent que la méthode de répartition uniforme est celle qui minimise le plus l'écart entre la série théorique des cours boursiers de la société et la série reconstituée. Bien sûr, cette méthode est problématique, car la détermination des cours manquants à l'aide des données connues introduit de l'autocorrélation supplémentaire dans les rentabilités et donc un biais possible. Dimson et Marsh (1986) propose une autre méthode qui repose sur le calcul des rentabilités entre deux transactions, ce qui nécessite d'avoir des données intra-journalières. Les résultats fournis par Dimson et Marsh (1986) semblent indiquer que cette méthode est correctement spécifiée. Néanmoins, ces méthodologies n'ont pas été mises en œuvre dans le cadre de cette thèse puisque nous n'avons pas été confrontés au problème des données manquantes.

### **5.5.3. Les prolongements possibles du chapitre intitulé : « L'acquisition de sociétés non cotées en Europe : gains de la société initiatrice, méthodes de paiement et tendance du marché des actions »**

Dans une étude non publiée très récente, Antoniou, Petmezas et Zhao (2005) montrent à l'aide de données britanniques que l'effet société non cotée n'est vérifié qu'à court terme. À long terme, les sociétés initiatrices réalisent d'importantes pertes de richesse quel que soit le type de sociétés cibles acquises, ce qui indiquerait que les marchés pourraient réagir de façon excessive à l'annonce de l'opération.

Ce résultat est confirmé par Rosen (2006), pour qui il existe trois théories permettant d'expliquer les opérations de fusions-acquisitions. Chacune d'elles a des prédictions différentes à long terme. La première théorie, d'inspiration néo-classique, suppose que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires. Dans ce cas, on devrait assister à une réaction positive à court terme et à aucun réajustement à long terme. La seconde théorie, la théorie managériale, suppose que les acquisitions peuvent être motivées par les intérêts privés des dirigeants. Dans ce cas, on devrait assister à une réaction négative à court terme et à aucun réajustement à long terme. Enfin, la théorie de l'excès de confiance stipule qu'un groupe d'investisseurs devient excessivement optimiste concernant l'annonce d'une opération au cours d'une période de temps (voir Helwege et Liang (2004) pour une étude sur les IPO). Il se pourrait ainsi que des investisseurs deviennent excessivement optimistes concernant les opérations de fusions-acquisitions. Dans ce cas, on devrait assister à un impact positif à court terme et à un renversement à long terme au fur et à mesure que l'optimisme est remplacé par des résultats. L'étude empirique de Rosen (2006) est cohérente avec la troisième hypothèse et est validée à la fois sur des sous-échantillons de sociétés cotées et sur des sous-échantillons de sociétés non cotées.

Les auteurs montrent l'existence d'un « élan ». La réaction du marché à l'annonce d'une fusion est liée positivement à la réaction d'autres annonces de fusions. Ils confirment également notre résultat selon lequel la tendance sur le marché des actions a un impact sur les rentabilités anormales. Autrement dit, le fait d'annoncer une acquisition dans un marché haussier conduit à réaliser des rentabilités anormales plus élevées que lors des opérations réalisées lorsque le marché est baissier. Cependant, les effets de ces deux élans disparaissent dans le long terme. Les sociétés qui annoncent une acquisition au cours d'un marché des fusions chaud ne réalisent pas de meilleures performances et probablement de moins bonnes, toutes choses égales par ailleurs, que celles annonçant ces opérations à d'autres époques. Ce résultat est cohérent avec un excès d'optimisme lors des marchés de fusions chauds. Cela suggère également que les motivations managériales pourraient influencer les décisions de fusion dans les marchés chauds.

Autrement dit, il est possible que les cours des actions s'écartent temporairement de leur valeur fondamentale du fait d'une sur-réaction systématique des investisseurs à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition et que les cours soient progressivement corrigés à long terme. Il serait donc intéressant de voir si, au sein de notre échantillon, une telle inversion à long terme peut être obtenue.

Dans l'affirmative, notre hypothèse selon laquelle les dirigeants réaliseraient des opérations créatrices de valeur lorsque le marché est haussier et qu'ils réaliseraient des opérations destructrices de valeur lorsque le marché est baissier ne serait donc plus valide. En effet, selon notre hypothèse, il ne devrait pas exister de réaction négative à long terme quand l'opération est réalisée lorsque le marché est haussier. Si la réaction négative à long terme est vérifiée pour l'échantillon d'opérations réalisées lorsque le marché est haussier, alors nos résultats seraient cohérents avec la théorie de l'excès de confiance du marché de Rosen (2006).

À l'inverse, sur des données britanniques, Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) montrent que la performance de post-acquisition n'est pas significative à long terme lors de l'acquisition de sociétés non cotées et Higson et Elliott (1998) montrent que les sociétés initiatrices dans leur ensemble réalisent des rentabilités anormales non pondérées nulles au cours des trois années suivant l'opération, mais sur des périodes courtes, les auteurs mettent en évidence des groupes de gains négatifs et positifs. Ainsi, pour les 20% de l'échantillon compris entre 1981 et 1984<sup>35</sup>, les rentabilités anormales sont positives et atteignent +26% au cours des deux années suivant l'opération. Sur une base pondérée par la valeur, les gains anormaux de post-acquisition ne sont pas statistiquement différents de 0 la plupart des années, et sont même plus fortement positifs au début des années 1980. Ces résultats sont donc incohérents avec la théorie de l'excès de confiance et cohérents avec notre explication reposant sur les phénomènes d'agence.

Les travaux futurs sur cette question devront donc déterminer si les acquisitions de sociétés non cotées ont, à long terme, un impact positif, négatif ou nul sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice. Ceci permettra d'augmenter la valeur à accorder soit à notre explication reposant sur les phénomènes d'agence, soit à la théorie de l'excès de confiance.

Il serait également intéressant de vérifier si la fréquence des acquisitions conglomerales est plus élevée lorsque le marché est baissier. En effet, si cela se révélait être le cas, les travaux d'Amihud et Lev (1981) seraient cohérents avec notre explication des rentabilités anormales plus faibles lorsque le marché est baissier du fait de phénomènes d'agence.

---

<sup>35</sup> L'auteur qualifie cette période de « période de croissance » alors que les périodes antérieures et postérieures sont qualifiées de périodes de récession.

Par ailleurs, un des prolongements de cette recherche serait de vérifier si les primes versées par les sociétés initiatrices sont également influencées par la tendance du marché des actions.

Une des limites de notre étude est qu'elle ne permet pas de vérifier si la tendance sur le marché des actions a également un impact sur la création de valeur pour les actionnaires lors de l'acquisition de sociétés cotées. En effet, la méthodologie retenue (et notamment le fait que la société initiatrice doit annoncer cinq opérations ou plus dans un laps de temps inférieur à trois ans), ne permet pas d'obtenir des résultats significatifs du fait du nombre trop faible d'acquisitions de sociétés cotées dans notre échantillon. Néanmoins, dans l'ensemble, les résultats (non présentés dans le troisième chapitre) sont cohérents avec notre hypothèse d'impact de la tendance sur le marché des actions également lors de l'acquisition de sociétés cotées. Il serait néanmoins intéressant d'étudier spécifiquement un large échantillon d'opérations de ce type afin de tester si la tendance sur le marché des actions a également un impact sur les rentabilités anormales lors de l'acquisition de sociétés cotées.

Enfin, nos définitions d'un marché haussier et d'un marché baissier sont bien sûr également critiquables. Selon nous, les opérations réalisées avant le 7 septembre 2000 sont toutes des opérations réalisées dans un contexte de marché haussier, car la tendance à long terme du marché des actions est à la hausse. Évidemment, il y a eu au cours de la période 01 novembre 1994 / 07 septembre 2000 de courtes périodes pendant lesquelles le marché des actions a baissé. De même, nous considérons que l'ensemble des opérations annoncées entre le 07 septembre 2000 et le 31 décembre 2002 ont été réalisées dans un contexte de marché baissier alors qu'il y a eu des périodes de plusieurs jours consécutifs de hausse de l'indice. Puisqu'il n'existe pas de définition en tant que tel d'un marché haussier et d'un marché baissier, cette pratique est courante en finance (Capocci, Corhay et Hübner (2005), Chiyachantana, Jain, Jiang et Wood (2004), Fusilier et Schaub (2003), etc.).

#### **5.5.4. Les limites et les prolongements possibles de l'article intitulé : « Les déterminants du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales »**

Puisque la variable à expliquer (le choix de la méthode de paiement) est une variable muette, nous avons utilisé un modèle logit pour étudier les déterminants du choix de la méthode de paiement lors des acquisitions transnationales. Nous avons également réalisé cette étude en utilisant un modèle probit. Les résultats et les conclusions n'étant pas influencés par la décision d'utiliser un modèle logit plutôt qu'un modèle probit, nous ne présentons que les résultats qui ont été obtenus avec le modèle logit.

La première limite de ce chapitre est qu'il étudie seulement les opérations financées uniquement en numéraire et celles uniquement financées par échange d'actions. Ainsi, un nombre important d'opérations n'a pas été étudié dans le cadre de cette recherche et notamment les offres mixtes. Il serait donc intéressant d'approfondir nos premiers résultats en étudiant si les variables de distances géographique, culturelle et économique permettent d'expliquer la proportion de *cash* offert dans une offre transnationale.

Il serait intéressant de savoir si nos résultats sont une spécificité américaine ou si des résultats similaires peuvent être obtenus sur un échantillon d'opérations transnationales européennes. Il est tout à fait possible que les variables influençant le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales ne soient pas identiques et/ou qu'elles aient un impact différent des deux cotés de l'Atlantique. Dès lors, une comparaison des résultats obtenus dans les deux échantillons pourrait fournir des résultats intéressants.

Enfin, il conviendrait de se focaliser sur chacune des distances étudiées pour examiner plus précisément quelles sont les variables les plus importantes pour expliquer le choix de la méthode de paiement. Enfin, il pourrait également être intéressant d'inclure d'autres variables spécifiques telles que des variables liées à la gouvernance des sociétés.

## **5.6. Conclusion**

Bien que le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions ait fait l'objet d'abondantes recherches depuis la fin des années 1970, de nombreuses questions restent en suspens. Il conviendra donc, dans les années à venir, de développer et de renforcer les premiers résultats obtenus dans cette thèse. Un premier axe de travail concernera les déterminants et l'impact sur la richesse des actionnaires du recours à d'autres méthodes de paiement que le *cash* et les actions. Nos premières conclusions portant sur l'utilisation de *warrants*, issues de travaux dépassant le cadre de cette thèse, permettent d'ailleurs d'obtenir des résultats encourageants. Un deuxième axe devra poursuivre nos premiers résultats concernant l'étude des déterminants du choix de la méthode de paiement dans le cadre des opérations transnationales. Des variables telles que le taux de change des monnaies entre le pays d'origine de la société initiatrice et celui de la société cible, le niveau des taux d'intérêts en vigueur dans ces deux pays, etc. pourraient, en effet, avoir un impact sur la décision d'utiliser du *cash* ou des titres dans une offre transnationale. Un troisième axe sera d'expliquer le choix de la méthode de paiement dans le cadre d'une acquisition non cotée et en particulier l'existence de « l'effet société non cotée », car aucune théorie développée à ce jour n'a été validée empiriquement (Faccio, McConnell et Stolin (2006)). Par ailleurs, il conviendra de mener des études complémentaires concernant l'impact de la tendance sur le marché des actions, afin de confirmer ou d'infirmer notre explication par des phénomènes d'agence de l'existence de rentabilités anormales plus faibles lorsque le marché est baissier que lorsque le marché est haussier.

## BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal, A., J. Jaffe, et G. Mandelker, 1992, The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, *Journal of Finance* 47, 1605-1621.
- Akerlof, G., 1970, The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Amihud, Y., et B. Lev, 1981, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.
- Amihud, Y., B. Lev, et N. Travlos, 1990, Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions, *Journal of Finance* 45, 603-616.
- Andrade, G., M. Mitchell, et E. Stafford, 2001, New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.
- Ang, J., R. Cole, et J. Lin, 2000, Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance* 55, 81-106.
- Ang, J., et N. Kohers, 2001, The take-over market for privately held companies: The U.S. experience, *Cambridge Journal of Economics* 25, 723-748.
- Antoniou, A., D. Petmezas, et H. Zhao, 2005, Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions, Durham Business School, University of Durham.
- Antoniou, A., et H. Zhao, 2004, Long-run post takeover stock return: The impact of overlapping return, takeover premium, and method of payment, Centre for Empirical Research in Finance (CERF), Durham Business School.
- Ashcroft, B., B. Coppins, et R. Raeside, 1994, The regional dimension of takeover activity in the United Kingdom, *Scottish Journal of Political Economy* 41, 163-175.
- Asquith, P., 1983, Merger bids, uncertainty, and stockholder returns, *Journal of Financial Economics* 11, 51-83.
- Asquith, P., R. Bruner, et D. Mullins, 1983, The gains to bidding firms from merger, *Journal of Financial Economics* 11, 121-139.
- Asquith, P., R. Bruner, et D. Mullins, 1987, Merger returns and the form of financing, Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices.
- Asquith, P., et D. Mullins, 1986, Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics* 15, 61-89.
- Auerbach, A., et D. Reihus, 1988, The impact of taxation on mergers and acquisitions, in A. Auerbach, ed.: *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Baker, M., et J. Wurgler, 2002, Market timing and capital structure, *Journal of Finance* 57, 1-32.
- Berger, A., R. De Young, et G. Udell, 2001, Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services industry, *European Financial Management* 7, 117-130.
- Berkovitch, E., et M. Narayanan, 1990, Competition and the medium of exchange in takeovers, *Review of Financial Studies* 3, 153-174.
- Berkovitch, E., et M. Narayanan, 1993, Motives for takeovers: An empirical investigation, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 28, 347-362.
- Berle, A., et G. Means, 1932. *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.
- Black, B., 1992, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, 811-893.
- Blackburn, V., F. Dark, et R. Hanson, 1997, Mergers, method of payment and returns to manager- and owner-controlled firms, *Financial Review* 32, 569-589.

- Blazenko, G., 1987, Managerial preference, asymmetric information, and financial structure, *Journal of Finance* 42, 839-862.
- Bradley, M., 1980, Interfirm tender offers and the market for corporate control, *Journal of Business* 53, 345-376.
- Bradley, M., A. Desai, et H. Kim, 1983, The rationale behind interfirm tender offers, *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.
- Bradley, M., A. Desai, et H. Kim, 1988, Synergic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Bradley, M., et A. Sundaram, 2004, Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?, Duke University, Thunderbird American Graduate School of International Management.
- Brealey, R., S. Hodges, et D. Capron, 1976, The return on alternative sources of finance, *Review of Economics & Statistics* 58, 469-477.
- Brick, I., M. Frierman, et Y. Kim, 1998, Asymmetric information concerning the variance of cash flows: The capital structure choice, *International Economic Review* 39, 745-761.
- Brown, D., et M. Ryngaert, 1991, The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information, *Journal of Finance* 46, 653-669.
- Brown, S., et J. Warner, 1980, Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Brown, S., et J. Warner, 1985, Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Bruner, R., 1999, An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault, *Journal of Financial Economics* 51, 125-166.
- Buch, C., et G. DeLong, 2001, Cross-border bank mergers: What lures the rare animal, Kiel Institute of World Economics, Baruch College.
- Capocci, D., A. Corhay, et G. Hübner, 2005, Hedge fund performance and persistence in bull and bear markets, *European Journal of Finance* 11, 361-392.
- Carleton, W., D. Guilkey, R. Harris, et J. Stewart, 1983, An empirical analysis of the role of the medium of exchange in mergers, *Journal of Finance* 38, 813-826.
- Cebenoyan, A., G. Papaioannou, et N. Travlos, 1992, Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders, *Journal of the Financial Management Association* 21, 58-68.
- Chakrabarti, R., N. Jayaraman, et S. Mukherjee, 2005, Mars-Venus Marriage: Culture and cross-border M&A, Georgia Institute of Technology.
- Chaney, P., L. Lovata, et K. Philipich, 1991, Acquiring firm characteristics and the medium of exchange, *Quarterly Journal of Business & Economics* 30, 55-69.
- Chang, S., 1998, Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns, *Journal of Finance* 53, 773-784.
- Chaplinsky, S., et G. Niehaus, 1993, Do inside ownership and leverage share common determinants?, *Quarterly Journal of Business & Economics* 32 51-65.
- Chemmanur, T., et I. Paeglis, 2002, The choice of the medium of exchange in acquisitions: A direct test of the double sided asymmetric information hypothesis, Carroll Scholl of Management, Boston College and John Molson Scholl of Business, Concordia University.
- Chevalier, A., et E. Redor, 2005, The influence of the non financial characteristics of the bidder and the target on the payment methods in mergers and acquisitions: A forty years international survey, ESCP EAP Management School, Université Lille 2.
- Chevalier, A., et E. Redor, 2006, Le point sur...Les certificats de valeur garantie, *Banque & Marchés* 81, 76-86.

- Choe, H., R. Masulis, et V. Nanda, 1993, Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence *Journal of Empirical Finance* 1, 3-31.
- Chowdhry, B., et V. Nanda, 1993, The strategic role of debt in takeover contests, *Journal of Finance* 48, 731-745.
- Chung, K., et S. Pruitt, 1994, A simple approximation of Tobin's q, *Financial Management* 23, 70-74.
- Chiyachantana, C., P. Jain, C. Jiang, et R. Wood, 2004, International evidence on institutional trading behavior and price impact, *Journal of Finance* 59, 869-898.
- Conn, R., 2003, International acquisitions: Review of literature and clinical projects, *Journal of Financial Education* 29, 1-27.
- Conn, R., A. Cosh, P. Guest, et A. Hughes, 2005, The impact on U.K. acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions, *Journal of Business Finance & Accounting* 32, 815-870.
- Cornett, M., et S. De, 1991, Medium of payment in corporate acquisitions: Evidence from interstate bank mergers, *Journal of Money, Credit & Banking* 23, 767-776.
- Cornu, P., et D. Isakov, 2000, The deterring role of the medium of payment in takeover contests: Theory and evidence from the U.K., *European Financial Management* 6, 423-440.
- Davidson, W., et L. Cheng, 1997, Target firm returns: Does the form of payment affect abnormal returns?, *Journal of Business Finance & Accounting* 24, 465-479.
- De, S., M. Fedenia, et A. Triantis, 1996, Effects of competition on bidder returns, *Journal of Corporate Finance* 2, 261-282.
- DeAngelo, H., et E. Rice, 1983, Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, 329-360.
- DeAngelo, H., et R. Masulis, 1980, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- Demsetz, H., et B. Villalonga, 2001, Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
- Dennis, D., et J. McConnell, 1986, Corporate mergers and security returns, *Journal of Financial Economics* 16, 143-187.
- Dimson, E., 1979, Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics* 7, 197-226.
- Dimson, E., et P. Marsh, 1986, Event study methodologies and the size effect, *Journal of Financial Economics* 17, 113-42.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, et A. Shleifer, 2005, The law and economics of self-dealing, World Bank, Dartmouth College, University of Amsterdam, and Harvard University.
- Dodd, P., 1980, Merger proposals, management discretion and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 8, 105-138.
- Dodd, P., et R. Ruback, 1977, Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 5, 351-374.
- Dolley, J., 1933, Characteristics and procedure of common stock split-ups, *Harvard Business Review* 11, 316-326.
- Draper, P., et K. Paudyal, 2006, Acquisitions: Private versus public, *European Financial Management* 12, 57-80.
- Duhamel, F., et P. Giai-Levra, 1997, Les certificats de valeur garantie, *Banque & Marchés* 28, 5-13.
- Eckbo, E., 1983, Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, 241-273.

- Eckbo, E., R. Giammarino, et R. Heinkel, 1990, Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests, *Review of Financial Studies* 3, 651-675.
- Eckbo, E., et H. Langohr, 1989, Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France, *Journal of Financial Economics* 24, 363-403.
- Eckbo, E., et K. Thorburn, 2000, Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 35, 1-25.
- Erickson, M., et S. Wang, 1999, Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers, *Journal of Accounting & Economics* 27, 149-176.
- Faccio, M., J. McConnell, et D. Stolin, 2006, Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 41, 197-220.
- Fama, E., 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 383-417.
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, et R. Roll, 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, 1-21.
- Fama, E., et K. French, 2002, Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Fishman, M., 1988, A theory of preemptive takeover bidding, *RAND Journal of Economics* 19, 88-101.
- Fishman, M., 1989, Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions, *Journal of Finance* 44, 41-57.
- Franks, J., R. Harris, et C. Mayer, 1988, Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States, in A. Auerbach, ed.: *Corporate takeovers: causes and consequences*, The university of Chicago press, Chicago and London.
- Franks, J., R. Harris, and S. Titman, 1991, The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.
- Fuller, K., J. Netter, et M. Stegemoller, 2002, What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *Journal of Finance* 57, 1763-1793.
- Fusilier, M., et M. Schaub, 2003, Broker-client contact and client satisfaction: Are client attitudes towards brokers bullish and bearish with the stock market?, *Journal of Financial Services Marketing* 8, 63-70.
- Galai, D., et R. Masulis, 1976, The option pricing model and the risk factor of stock, *Journal of Financial Economics* 3, 53-81.
- Ghosh, A., et W. Ruland, 1998, Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, executive job retention, *Journal of Finance* 53, 785-798.
- Gilson, R., 1986. *The law and finance of corporate acquisition*, The Foundation Press, Inc., Mineola, N.Y.
- Gilson, R., M. Scholes, et M. Wolfson, 1988, Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax motivated acquisitions, in L. Lowenstein and S. Rose-Ackerman J. Coffee, ed.: *Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover*, Oxford university press, New York.
- Goergen, M., et L. Renneboog, 2004, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, *European Financial Management* 10, 9-45.
- Gompers, P., et A. Metrick, 2001, Institutional investors and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 116, 229-259.
- Greunz, L., 2003, Geographically and technologically mediated knowledge spillovers between European regions, *Annals of Regional Science* 37, 657-680.
- Grinblatt, M., et M. Keloharju, 2001, How distance, language, and culture influence stockholdings and trades, *Journal of Finance* 56, 1053-1073.

- Grullon, G., R. Michaely, et I. Swary, 1997, Capital adequacy, bank mergers, and the medium of payment, *Journal of Business Finance & Accounting* 24, 97-124.
- Gujarati, D., 2003. *Basic Econometrics*, Mc Graw Hill, International Edition.
- Hachette, I., et H. Maï, 1991, Le traitement des données manquantes pour la recherche en finance: le cas de la base de données AFFI-SBF, *Recherches en Finances du CEREG*, Université Paris Dauphine.
- Halpern, P., 1973, Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in mergers, *Journal of Business* 46, 554-575.
- Hansen, R., 1987, A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions, *Journal of Business* 60, 75-95.
- Hansen, R., et J. Lott, 1996, Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 31, 43-68.
- Harris, R., et D. Ravenscraft, 1991, The role of acquisitions on foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market, *Journal of Finance* 46, 825-844.
- Harris, M., et A. Raviv, 1988, Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
- Harris, M., et A. Raviv, 1990, Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance* 45, 321-349.
- Harris, R., J. Franks, et C. Mayer, 1987, Means of payment in takeovers: Results for the U.K. and U.S., in A. Auerbach, ed.: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* Chicago University Press, Chicago.
- Harrison, J., D. Oler, et Allen M., 2006, Over-interpretation of event study findings in management research: An empirical illustration of the problem, Robins School of Business University of Richmond, Kelley School of Business Indiana University et College of Business Administration, Northeastern University.
- Heinkel, R., 1982, A theory of capital structure relevance under imperfect information, *Journal of Finance* 37, 1141-1150.
- Helwege, J., et N. Liang, 1996, Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms, *Journal of Financial Economics* 40, 429-458.
- Helwege, J., et N. Liang, 2004, Initial public offerings in hot and cold markets, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 39, 541-569.
- Heron, R., et E. Lie, 2002, Operating performance and the method of payment in takeovers, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 37, 137-155.
- Higgins, R., et L. Schall, 1975, Corporate bankruptcy and conglomerate merger, *Journal of Finance* 30, 93-114.
- Higson, C., et J. Elliott, 1998, Post takeover returns: the U.K. evidence, *Journal of Empirical Finance* 5, 27-46.
- Hofstede, G., 1980. *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Sage Publications, Beverly Hills.
- Houston, J., et M. Ryngaert, 1997, Equity issuance and adverse selection: A direct test using conditional stock offers, *Journal of Finance* 52, 197-219.
- Huang, Y., et R. Walkling, 1987, Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance, *Journal of Financial Economics* 19, 329-349.
- Jaffe, A., M. Trajtenberg, et R. Henderson, 1993, Geographic localization of knowledge spillovers as evidenced by patent citations, *Quarterly Journal of Economics* 108, 577-598.
- Jain, P., 1986, Analyses of the Distribution of Security Market Model Prediction Errors for Daily Returns Data, *Journal of Accounting Research* 24, 76-96.

- Jarrell, G., et M. Bradley, 1980, The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers, *Journal of Law & Economics* 23, 371-407.
- Jarrell, G., J. Brickley, et J. Netter, 1988, The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2, 49-68.
- Jarrell, G., et A. Poulsen, 1989, The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades, *Journal of the Financial Management Association* 18, 12-19.
- Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-339.
- Jensen, M., 1988, Takeovers: Their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48.
- Jensen, M., 1991, Corporate control and the politics of finance, *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 13-33.
- Jensen, M., et W. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M., et R. Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- John, K., 1987, Risk-shifting incentives and signalling through corporate capital structure, *Journal of Finance* 42, 623-641.
- Jung, K., Y. Kim, et R. Stulz, 1996, Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision, *Journal of Financial Economics* 42, 159-185.
- Kaplan, S., et M. Weisbach, 1992, The success of acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance* 47, 107-138.
- Keller, W., 2002, Geographic localization of international technology diffusion, *American Economic Review* 92, 120-142.
- Koeplin, J., A. Sarin, et A. Shapiro, 2000, The private company discount, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 94-101.
- Kohers, N., 2004, Acquisitions of private targets: The unique shareholder wealth implications, *Applied Financial Economics* 14, 1151-1165.
- Korajczyk, R., D. Lucas, et R. McDonald, 1991, The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues, *Review of Financial Studies* 4, 685-708.
- Kothari, S., et J. Warner, 2006. *Econometrics of Event Studies*, Elsevier/North-Holland, New York; Amsterdam.
- Kummer, D., et R. Hoffmeister, 1978, Valuation consequences of cash tender offers, *Journal of Finance* 33, 505-516.
- Kusewitt, J., 1985, An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance, *Strategic Management Journal* 6, 151-169.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et R. Vishny, 1999, The quality of government, *Journal of Law, Economics & Organization* 15, 222-279.
- Lang, L., R. Stulz, et R. Walkling, 1989, Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers, *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.
- Langetieg, T., 1978, An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger, *Journal of Financial Economics* 6, 365-383.
- Lehto, E., 2004, Motives to restructure industries – Finnish evidence of cross-border and domestic mergers and acquisitions, Labour Institute for Economic Research, Helsinki.
- Leland, H., et D. Pyle, 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Lewellen, W., 1971, A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance* 26, 521-537.
- Lewellen, W., C. Loderer, et A. Rosenfeld, 1985, Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms, *Journal of Accounting & Economics* 7, 209-231.

- Linn, S., et J. McConnell, 1983, An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices, *Journal of Financial Economics* 11, 361-399.
- Loderer, C., et K. Martin, 1997, Executive stock ownership and performance tracking faint traces, *Journal of Financial Economics* 45, 223-256.
- Loughran, T., et A. Vijh, 1997, Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance* 52, 1765-1790.
- Lubatkin, M., et S. Chatterjee, 1991, The strategy-shareholder value relationship: Testing temporal stability across market cycles, *Strategic Management Journal* 12, 251-270.
- Lubatkin, M., et H. O'Neill, 1987, Merger strategies and capital market risk, *Academy of Management Journal* 30, 665-684.
- Lucas, D., et R. McDonald, 1990, Equity issues and stock price dynamics, *Journal of Finance* 45, 1019-1043.
- Malatesta, P., 1983, The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms, *Journal of Financial Economics* 11, 155-181.
- Malmendier, U., et G. Tate, 2006, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, Stanford University and University of Pennsylvania.
- Maloney, M., R. McCormick, et M. Mitchell, 1993, Managerial decision making and capital structure, *Journal of Business* 66, 189-217.
- Marsh, P., 1982, The choice between equity and debt: An empirical study, *Journal of Finance* 37, 121-144.
- Martin, K., 1996, The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership, *Journal of Finance* 51, 1227-1246.
- Martynova, M., et L. Renneboog, 2006, Mergers and acquisitions in Europe, ECGI - Finance Working Paper No.114/2006.
- Masulis, R., 1980a, The effects of capital structure change on security prices: A study of exchange offers, *Journal of Financial Economics* 8, 139-178.
- Masulis, R., 1980b, Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes, *Journal of Finance* 35, 305-319.
- Masulis, R., et A. Korwar, 1986, Seasoned equity offerings: An empirical investigation, *Journal of Financial Economics* 15, 91-118.
- Maurseth, P., et B. Verspagen, 2002, Knowledge spillovers in Europe: A patent citations analysis, *Scandinavian Journal of Economics* 104, 531-545.
- Mayer, W., et M. Walker, 1996, An empirical analysis of the choice of payment method in corporate acquisitions during 1980 to 1990, *Quarterly Journal of Business & Economics* 35, 48-65.
- McNally, W., 1999, Open market stock repurchase signaling, *Financial Management* 28, 55-67.
- Mikkelson, W., et M. Partch, 1986, Valuation effects of security offerings and the issuance process, *Journal of Financial Economics* 15, 31-60.
- Miller, M., 1977, Debt and taxes, *Journal of Finance* 32, 261-275.
- Mitchell, M., et E. Stafford, 2000, Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business* 73, 287-329.
- Modigliani, F., et M. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F., et M. Miller, 1963, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *American Economic Review* 53, 433-443.
- Moeller, S., F. Schlingemann, et R. Stulz, 2003, Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?, Dice Centre Working Paper No. 2003-4, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=383560>.

- Moeller, S., F. Schlingemann, et R. Stulz, 2005, Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *Journal of Finance* 60, 757-782.
- Morck, R., A. Shleifer, et R. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, R., A. Shleifer, et R. Vishny, 1990, Do managerial objectives drive bad acquisitions? , *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Mulherin, H., et A. Boone, 2000, Comparing acquisitions and divestitures, *Journal of Corporate Finance* 6, 117-139.
- Murphy, A., et K. Nathan, 1989, An analysis of merger financing, *Financial Review* 24, 551-566.
- Myers, S., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Myers, S., et N. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nayar, N., et J. Switzer, 1998, Firm characteristics, stock price reactions, and debt as a method of payment for corporate acquisitions, *Quarterly Journal of Business & Economics* 37, 51-64.
- Niden, C., 1986, The role of taxes in corporate acquisitions: Effects on premium and type of consideration, University of Chicago.
- Noronha, G., et N. Sen, 1995, Determinants of the medium of payment in corporate acquisitions, *Journal of Applied Business Research* 11, 15-23.
- Officer, M., 2004, Collars and renegotiation in mergers and acquisitions, *Journal of Finance* 59, 2719-2743.
- Officer, M., 2005, Acquisitions of unlisted targets: Discounts, liquidity, and fire sales, Marshall School of Business.
- Palia, D., 1993, The managerial, regulatory, and financial determinants of bank merger premiums, *Journal of Industrial Economics* 41, 91-102.
- Palia, D., 2001, The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution, *Review of Financial Studies* 14, 735-764.
- Persons, J., 1994, Signaling and takeover deterrence with stock repurchases: Dutch auctions versus fixed price tender offers, *Journal of Finance* 49, 1373-1402.
- Persons, J., 1997, Heterogeneous shareholders and signaling with share repurchases, *Journal of Corporate Finance* 3, 221-249.
- Rajan, R., et L. Zingales, 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Rau, R., et T. Vermaelen, 1998, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
- Ravid, A., et O. Sarig, 1991, Financial signalling by committing to cash outflows, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 26, 165-180.
- Rhoades, S., 1983. *Power, empire building, and mergers*, Lexington Book, Lexington MA.
- Ritter, J., 1991, The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- Rodriguez-Pose, A., et H. Zademach, 2003, Rising metropolis: The geography of mergers and acquisitions in Germany, London School of Economics and Political Science.
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business* 59, 197-216.
- Rosen, R., 2006, Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements, *Journal of Business* 79, 987-1017.

- Ross, S., 1977, The determination of financial structure: The incentive-signalling approach, *Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
- Rossi, S., et P. Volpin, 2004, Cross-Country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Ruback, R., 1982, The effect of discretionary price control decisions on equity values, *Journal of Financial Economics* 10, 83-105.
- Scholes, M., et J. Williams, 1977, Estimating betas from nonsynchronous data, *Journal of Financial Economics* 5, 309-327.
- Servaes, H., 1991, Tobin's q and gains from takeovers, *Journal of Finance* 46, 409-419.
- Seth, A., 1990, Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues, *Strategic Management Journal* 11, 99-115.
- Seth, A., K. Song, et R. Pettit, 2000, Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms, *Journal of International Business Studies* 31, 387-405.
- Settle, J., G. Petry, et C. Hsia, 1984, Synergy, diversification, and incentive effects of corporate merger on bondholder wealth: Some evidence, *Journal of Financial Research* 7, 329-339.
- Shleifer, A., et R. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Shleifer, A., et R. Vishny, 1988, Value maximization and the acquisition process, *Journal of Economic Perspectives* 2, 7-20.
- Shrieves, R., et M. Pashley, 1984, Evidence on the association between mergers and capital structure, *Financial Management* 13, 39-48.
- Shyam-Sunder, L., et S. Myers, 1999, Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics* 51, 219-244.
- Song, M., et R. Walkling, 1993, The impact of managerial ownership on acquisition attempts and target shareholder wealth, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 28, 439-457.
- Stulz, R., 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Stulz, R., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Stulz, R., et R. Williamson, 2003, Culture, openness, and finance, *Journal of Financial Economics* 70, 313-349.
- Sudarsanam, S., P. Holl, et A. Salami, 1996, Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure, *Journal of Business Finance & Accounting* 23, 673-698.
- Suk, D., et H. Sung, 1997, The effects of the method of payment and the type of offer on target returns in mergers and tender offers, *Financial Review* 32, 591-607.
- Sung, H., 1993, The effects of overpayment and form of financing on bidder returns in mergers and tender offers, *Journal of Financial Research* 16, 351-365.
- Taggart, R., 1977, A model of corporate financing decisions, *Journal of Finance* 32, 1467-1484.
- Tessema, A., 1989, The role of medium of exchange in acquisitions, *Mid American Journal of Business* 4, 39-45.
- Trautwein, F., 1990, Merger motives and prescriptions, *Strategic Management Journal* 11, 283-295.
- Travlos, N., 1987, Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firm's stock returns, *Journal of Finance* 42, 943-963.

- Travlos, N., et G. Papaioannou, 1991, Corporate acquisitions: Method of payment effects, capital structure effects, and bidding firms' stock returns, *Quarterly Journal of Business & Economics* 30, 3-22.
- Vermaelen, T., 1984, Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 19, 163-184.
- Walkling, R., et M. Long, 1984, Agency theory, managerial welfare, and takeover bid rescue, *RAND Journal of Economics* 15, 54-68.
- Wansley, J., W. Lane, et H. Yang, 1983, Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment, *Financial Management* 12, 16-22.
- Weston, J., K. Chung, et S. Hoag, 1990. *Mergers, restructuring, and corporate control*, Prentice Hall, New Jersey.
- Wier, P., 1983, The costs of antimerger lawsuits, *Journal of Financial Economics* 11, 207-224.
- Williamson, O., 1964. *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in a theory of the firm*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, New Jersey.
- Yook, K., 2003, Larger return to cash acquisitions: Signaling effect or leverage effect?, *Journal of Business* 76, 477-498.
- Yook, K., P. Gangopadhyay, et G. McCabe, 1999, Information asymmetry, management control, and method of payment in acquisitions, *Journal of Financial Research* 22, 413-427.
- Zhang, P., 2001, What really determines the payment methods in M&A deals?, Manchester School of Management.

## ANNEXES

Modèles testés	Auteurs	Conclusions des études empiriques	Échantillons	Cohérent/ Incohérent
<b>Hansen (1987)</b>	Noronha et Sen (1995)	La probabilité d'une opération en titres est négativement corrélée au <i>debt-to-asset ratio</i> et positivement corrélée à l'endettement de l'offreur.	74 acquisitions US entre 1980 et 1988	Cohérent
	Martin (1996)	Absence de relation entre la taille relative de la cible par rapport à l'initiatrice et la méthode de financement.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Incohérent
	Grullon et al. (1997)	Dans le secteur bancaire, relation positive entre la taille relative de la cible par rapport à l'initiatrice et la probabilité d'une offre en titres ou mixte.	146 banques US entre 1981 et 1990	Cohérent
	Houston et Ryngaert (1997)	Des élasticités élevées (l'utilisation de titres) sont plus probables lorsque la cible est de taille importante et lorsque la corrélation entre les gains de la cible et de l'initiatrice est élevée.	209 offres de fusion US entre 1985 et 1992	Cohérent
<b>Fishman (1989)</b>	Gosh et Ruland (1998)	La taille relative de la cible ne diffère pas de façon significative selon la méthode de paiement.	212 acquisitions US entre 1981 et 1988	Incohérent
	Zhang (2001)	Relation positive entre la taille relative de la cible par rapport à l'initiatrice et la probabilité d'une offre en titres ou mixte.	103 acquisitions UK entre 1990 et 1999	Cohérent
	Chemmanur et Paeglis (2002)	La taille relative des cibles acquises en <i>cash</i> n'est pas significativement différente de celle des cibles acquises avec des actions.	437 acquisitions US entre 1975 et 1995	Incohérent
	Franks et al. (1988)	La compétition est plus élevée lors des offres en <i>cash</i> que lors des offres en titres (voir aussi Cornu et Isakov, 2000)).	2500 acquisitions UK et US entre 1955 et 1985	Incohérent
<b>Eckbo et al. (1990)</b>	Cornu et Isakov (2000)	La probabilité d'avoir une compétition lors d'une opération hostile est plus faible après une offre en <i>cash</i> qu'après une offre en titres. Les gains de l'offreur initial sont plus élevés lors d'une opération financée par du <i>cash</i> .	86 acquisitions UK entre 1995 et 1996	Cohérent
	Chemmanur et Paeglis (2002)	L'utilisation de <i>cash</i> dissuade les acquéreurs potentiels d'entrer dans la compétition.	437 acquisitions US entre 1975 et 1995	Cohérent
	Eckbo et al. (1990)	Les résultats empiriques ne permettent pas de confirmer les prédictions du modèle.	182 acquisitions canadiennes entre 1964 et 1982	Incohérent

Tableau 8 : Études empiriques testant la validité des modèles d'Hansen (1987), de Fishman (1989) d'Eckbo *et al.* (1990).

Modèles testés	Auteurs	Conclusions des études empiriques	Échantillons	Cohérent/ Incohérent
Berkovitch et Narayanan (1990)	De et al. (1996)	La compétition est plus importante dans les opérations uniquement en <i>cash</i> et celles uniquement en titres que lors des offres mixtes. Absence de preuve indiquant que les offres en <i>cash</i> génèrent plus ou moins de compétition que les offres en titres.	958 offres publiques US entre 1962 et 1988	Incohérent
	Wansley et al. (1983)	Les gains plus élevés obtenus par les sociétés cibles dans le cadre des opérations financées par du <i>cash</i> compensent le poids de la fiscalité supplémentaire (voir Huang et Walking, (1987) et Niden (1986)).	203 acquisitions US entre 1970 et 1978	Cohérent
Fiscalité	Franks et al. (1988)	Il semble ne pas exister de preuves nettes que la fiscalité des gains en capital soit la raison principale dans le choix de la méthode de paiement. Les rentabilités anormales des sociétés cibles liées aux offres publiques sont plus importantes que celles liées aux fusions, même après avoir contrôlé l'impact de la méthode de paiement (voir aussi Suk et Sung (1997)).	2500 acquisitions UK et US entre 1955 et 1985	Incohérent
	Noronha et Sen (1995)	La propension à réaliser une offre en titres est positivement liée au niveau de crédits fiscaux accumulés par la cible.	74 acquisitions US entre 1980 et 1988	Cohérent
	Carleton et al. (1983)	Des <i>dividend payout ratios</i> ou des <i>market to book ratios</i> plus faibles augmentent la probabilité d'être acquis en <i>cash</i> .	61 cibles US entre 1976 et 1977	Cohérent
	Gilson et al. (1988)	Absence de liens directs entre les bénéfices fiscaux et la méthode de paiement (cités par Yook 2003).		Incohérent
	Niden (1986)	Aucune relation entre la situation fiscale des actionnaires de la cible et la forme de paiement (cité par Amihud et al. 1990).		Incohérent
	Auerbach et Reishus (1988)	Les économies fiscales dues à l'utilisation des pertes et des crédits de la cible ne sont pas significatives pour expliquer la méthode de paiement.	318 opérations entre 1968 et 1983	Incohérent
	Eckbo et Langhor (1989)	La prime <i>post expiration</i> est quasiment égale dans le cas d'une offre en <i>cash</i> et d'une offre en titres.	Acquisitions françaises entre 1972 et 1982	Incohérent
	Brown et Ryngaert (1991)	Les titres sont utilisés pour l'avantage fiscal, les opérations mixtes utilisent souvent près du maximum du <i>cash</i> possible tout en bénéficiant du statut de sans taxe.	342 fusions US entre 1981 et 1986	Cohérent

Tableau 9 : Études empiriques testant la validité du modèle de Berkovitch et Narayanan (1990) et l'hypothèse fiscale.

Modèles testés	Auteurs	Conclusions des études empiriques	Échantillons	Cohérent/ Incohérent
<b>Propriété managériale</b>	Martin (1996)	Une propriété managériale plus faible est corrélée négativement à la probabilité d'un financement en titres, mais la relation n'est pas linéaire.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Cohérent
	Amihud et al. (1990)	Lors des opérations financées par du <i>cash</i> , les cinq dirigeants les plus importants de la société détiennent près de 11% des titres de la société, alors que lors des opérations financées par des titres, ils en détenaient moins de 7%.	209 acquisitions US entre 1981 et 1983	Cohérent
<b>Contrôle externe</b>	Ghosh et Ruland (1998)	Lors des opérations financées par des titres, la propriété managériale moyenne de la cible est significativement plus élevée alors que dans les opérations financées par du <i>cash</i> , la propriété managériale de l'initiatrice est significativement plus élevée.	212 acquisitions US entre 1981 et 1988	Cohérent
	Yook et al. (1999)	Plus la propriété managériale de la société initiatrice est importante, plus l'initiateur sera disposé à utiliser du <i>cash</i> . Les dirigeants actionnaires vendent plus leurs titres avant l'annonce d'une offre en titres qu'avant une offre en <i>cash</i> .	309 acquisitions US entre 1979 et 1988	Cohérent
<b>Impact positif de la dette</b>	Martin (1996)	Plus la présence d'investisseurs institutionnels est importante, moins la probabilité d'un financement en titres est importante. Cependant, la présence de blocs d'actionnaires extérieurs à la société ne semble pas avoir d'impact sur le choix de la méthode de paiement.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Cohérent / Incohérent
	Maloney et al. (1993)	Les gains de l'initiatrice varient de façon positive et significative avec le niveau préexistant d'endettement et avec les changements d'endettement.	428 fusions entre 1962 et 1982, 389 acquisitions entre 1982 et 1986 et 173 acquisitions entre 1978 et 1990	Cohérent
<b>Free Cash Flows</b>	Martin (1996)	Plus la société initiatrice dispose de <i>cash</i> , moins la probabilité d'un financement en titres est importante.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Cohérent
	Zhang (2001)	Plus le paiement de dividendes est élevé (ce qui est pour l'auteur une mesure du <i>free cash-flow</i> disponible), plus l'opération a de chances d'être financée par du <i>cash</i> .	103 acquisitions UK entre 1990 et 1999	Cohérent
	Noronha et Sen (1995)	Le montant de <i>free cash-flows</i> de l'offreur est directement lié à la probabilité d'un financement d'une opération par du <i>cash</i> .	74 acquisitions US entre 1980 et 1988	Cohérent

Tableau 10 : Études empiriques testant la validité des théories liées à la propriété managériale, au contrôle externe, à l'impact positif de la dette et aux *free cash-flows*.

Modèles testés	Auteurs	Conclusions des études empiriques	Échantillons	Cohérent/ Incohérent
<b>Remplacement des dirigeants Inefficaces</b>	Zhang (2001)	Corrélation positive entre le ROE de la cible et la probabilité que l'opération soit financée en <i>cash</i> .	103 acquisitions UK entre 1990 et 1999	Incohérent
	Grullon et al. (1997)	Dans le secteur bancaire, un règlement en <i>cash</i> est plus probable lorsque la cible a réalisé de faibles performances par le passé.	146 banques US entre 1981 et 1990	Cohérent
<b>Performance de l'initiatrice</b>	Carleton et al. (1983)	Un lien positif existe entre les performances boursières de l'acquéreur (mesurées à partir du <i>market-to-book ratio</i> ) et la probabilité d'un financement en titres (voir aussi Zhang (2001)).	61 cibles US entre 1976 et 1977	Cohérent
<b>Opportunités d'investissement</b>	Martin (1996)	De plus importantes opportunités d'investissement, qu'elles soient mesurées en utilisant le <i>q</i> de Tobin ou le taux de croissance annuel moyen des ventes lors des cinq années précédant l'acquisition, conduisent à une probabilité plus importante que le financement ait lieu en titres.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Cohérent
<b>Structure optimale du capital</b>	Murphy et Nathan (1989)	Les gains lors de la période d'annonce sont positifs (quel que soit le mode de paiement utilisé) tant que la méthode de paiement est cohérente avec la notion de structure optimale du capital (cités par Nayar et Switzer (1998)).		Cohérent
	Travlos et Papaioannou (1991)	Les rentabilités des offres en <i>cash</i> et en titres ne sont pas affectées par la perception du marché des changements dans la structure du capital de la firme.	57 acquisitions US entre 1972 et 1981	Incohérent
<b>Délais de contrôle</b>	Martin (1996)	Les résultats présentés par Martin (1996) sont cohérents avec cette hypothèse.	846 acquisitions US entre 1978 et 1988	Cohérent
<b>Minimisation des coûts de négociations</b>	Officer (2004)	Les déterminants les plus solides de la structure d'offre ( <i>cash</i> ou titres, inclusion d'un <i>collar</i> ou non) sont la volatilité des gains liés au risque de marché de l'offreur et de l'initiatrice. Ce résultat tiendrait donc à démontrer que les sociétés qui fusionnent prennent en compte les différences historiques de sensibilité de leur valeur de marché aux chocs économiques systématiques.	1366 acquisitions US entre 1991 et 1999	Cohérent
<b>Acquisition de sociétés non cotées</b>	Faccio et al. (2006)	Les travaux de Faccio, McConnell et Stolin (2006) contredisent l'ensemble des théories permettant d'expliquer les rentabilités anormales observées lors de l'acquisition de sociétés non cotées.	4429 acquisitions européennes entre 1996 et 2001	Incohérent

Tableau 11 : Études empiriques testant la validité des théories liées aux performances passées, aux opportunités d'investissement, aux cycles économiques, à la structure du capital, aux délais de réalisation de l'opération, et à l'acquisition de sociétés non cotées.

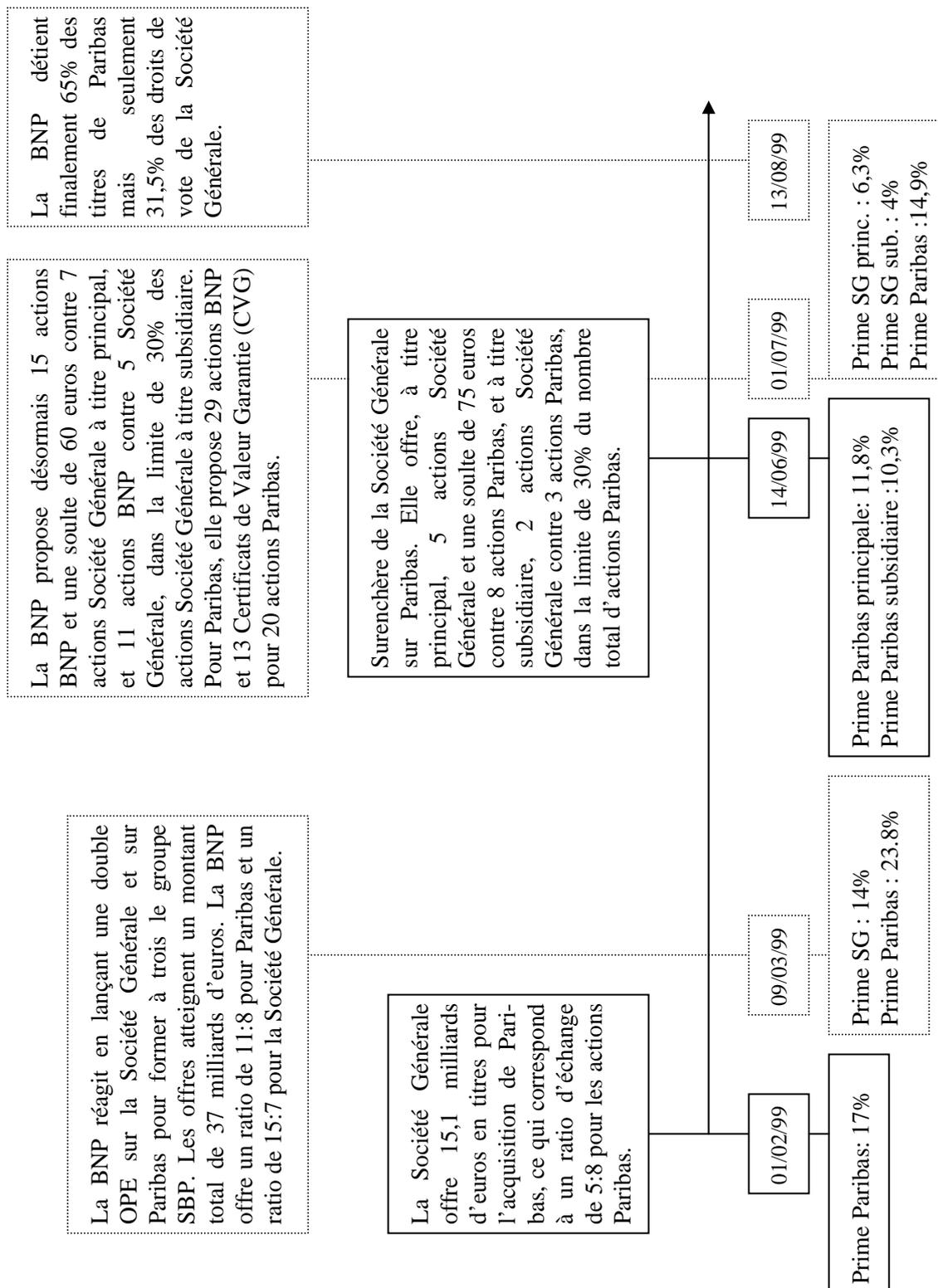


Figure 9 : Synthèses des différentes offres de la Société Générale sur Paribas et de la BNP sur la Société Générale et sur Paribas.

<b>Événement</b>	<b>Date d'annonce</b>	<b>BNP</b>	<b>Société Générale</b>	<b>Paribas</b>	<b>L-K+1</b>
Annonce de la fusion Société Générale et Paribas	01/02/1999	-5,68% (-1,50)	-5,76% (-1,49)	6,64% (2,31)	2
Ouverture de l'offre de la Société Générale	12/02/1999	-0,78% (-0,21)	-2,62% (-0,68)	-3,90% (-1,36)	2
Rentabilité anormale cumulée du 30/01/1999 au 08/03/1999		-3,63% (-0,26)	-10,17% (-0,68)	-3,16% (-0,30)	26
Annonce de la double OPE de la BNP	09/03/1999	1,72% (0,45)	7,33% (1,89)	14,49% (5,05)	2
Ouverture des offres publiques d'échange de la BNP	31/03/1999	3,32% (0,88)	5,79% (1,49)	1,73% (0,60)	2
Rejet par SG et Paribas de l'offre de la BNP	06/04/1999	-10,93% (-2,88)	-10,04% (-2,59)	-6,17% (-2,15)	2
Michel Pébereau affirme qu'une surenchère n'est pas d'actualité et exclut l'utilisation d'un CVG	27/04/1999	1,12% (0,29)	0,94% (0,24)	-0,81% (-0,28)	2
Rentabilité anormale cumulée du 08/03/1999 au 17/05/1999		-0,25% (-0,01)	17,65% (0,84)	20,10% (1,37)	51
Annonce de la surenchère de la Société Générale sur Paribas	19/05/1999	0,54% (0,14)	-2,16% (-0,56)	3,29% (1,15)	2
La tentative de conciliation de Jean-Claude Trichet	23/06/1999	-6,36% (-1,18)	-6,08% (-1,07)	-7,18% (-1,76)	4
Rentabilité anormale cumulée entre le 18/05/1999 et le 29/06/1999		-0,81% (-0,05)	-6,52% (-0,40)	4,72% (0,41)	31
Surenchère de la BNP pour Paribas et SG	01/07/1999	-0,39% (-0,10)	4,13% (1,06)	2,85% (0,99)	2
SG fait allusion à une possible seconde surenchère sur Paribas	08/07/1999	3,82% (1,01)	3,47% (0,89)	4,08% (1,42)	2
Axa annonce qu'il apportera ses titres à l'offre de la BNP	22/07/1999	-0,04% (-0,01)	-3,88% (-1,00)	-4,31% (-1,50)	2
CGU annonce qu'elle est prête à augmenter sa participation dans la SG jusqu'à 10% pour la protéger de la BNP	28/07/1999	2,56% (0,67)	8,15% (2,10)	4,91% (1,71)	2
Résultat des offres	13/08/1999	-1,51% (-0,40)	2,14% (0,55)	-0,47% (-0,16)	2
Rentabilité anormale cumulée entre le 30/06/1999 le 13/08/1999		-2,78% (-0,18)	14,71% (0,87)	0,60% (0,05)	33
Rentabilité anormale cumulée entre le 30/01/1999 et le 13/08/1999		-6,80% (-0,21)	18,38% (0,52)	23,62% (0,97)	141

**Tableau 12 : Rentabilités anormales et t statistiques à l'annonce des différentes surenchères.**

Mois	BNP	SG	Natexis Banques Populaires	Fortis	Deutsche Bank	ABN Amro	Indice bancaire européen	CAC 40
1	-24,49%	3,75%	3,90%	8,39%	-20,15%	8,89%	0,57%	6,37%
2	-7,26%	-0,65%	10,03%	-5,95%	-10,07%	-3,13%	2,13%	-2,42%
3	14,31%	13,96%	10,82%	14,39%	5,71%	11,62%	3,66%	12,50%
4	13,20%	4,05%	-3,68%	-0,14%	-8,24%	-1,06%	-2,48%	6,91%
5	7,89%	-8,66%	-1,60%	-9,60%	7,39%	-8,17%	-2,44%	1,76%
6	7,20%	-7,58%	-6,28%	-13,59%	-7,23%	-5,57%	-10,19%	11,27%
7	6,85%	-0,25%	-1,36%	-10,49%	10,81%	1,19%	-1,61%	1,09%
8	-1,79%	18,14%	11,98%	22,79%	-2,56%	9,31%	8,56%	-1,15%
9	6,66%	9,05%	6,34%	-9,25%	11,97%	-6,63%	-5,03%	2,04%
10	3,43%	5,03%	-1,86%	5,26%	-2,85%	17,00%	6,79%	2,20%
11	-11,24%	-6,08%	1,89%	11,57%	21,36%	-0,35%	-1,81%	0,57%
12	0,53%	5,74%	8,33%	7,29%	-0,62%	11,23%	4,28%	0,59%
13	2,97%	5,05%	12,43%	-3,42%	1,57%	-5,44%	-3,90%	-0,61%
14	-0,18%	-18,86%	-5,37%	-1,85%	-0,15%	-10,41%	-3,54%	-7,68%
15	18,71%	12,75%	-2,95%	9,17%	7,96%	13,38%	6,40%	-0,44%
16	-0,07%	6,69%	5,33%	-4,00%	1,22%	-3,44%	1,66%	-1,25%
17	-8,64%	8,51%	2,83%	-1,07%	17,75%	1,61%	7,48%	-2,16%
18	-7,14%	-6,33%	4,76%	-3,22%	1,08%	0,53%	-1,17%	-1,62%
19	6,92%	-1,17%	1,41%	-13,71%	-13,55%	-13,95%	-9,23%	-9,62%
20	10,31%	4,46%	0,40%	0,98%	6,87%	-1,87%	-1,06%	3,58%
21	4,35%	-2,70%	-1,79%	-2,43%	2,77%	-3,69%	0,15%	2,14%
22	3,33%	3,95%	-1,82%	0,50%	10,14%	0,32%	-2,86%	-2,44%
23	1,81%	-10,27%	2,67%	4,60%	2,73%	-4,41%	-5,05%	-6,13%
24	5,64%	0,47%	1,70%	-2,17%	7,41%	-9,48%	3,47%	-2,09%
25	-2,53%	-11,00%	-5,71%	-9,17%	-2,06%	-4,20%	-9,39%	-16,39%
26	-12,31%	-0,79%	-2,82%	1,07%	-9,04%	-10,98%	-1,90%	2,43%
27	8,11%	6,18%	5,11%	7,95%	10,69%	13,27%	4,19%	8,35%
28	-2,80%	0,67%	-2,71%	-8,28%	-3,60%	-2,09%	0,17%	-3,40%
29	4,86%	6,53%	-0,95%	-0,42%	2,38%	9,27%	0,73%	0,98%
30	-2,49%	-0,08%	-2,34%	3,40%	6,24%	1,03%	-0,14%	-2,01%
31	-7,14%	6,60%	-1,41%	-5,40%	-13,84%	7,12%	1,99%	3,65%
32	6,81%	6,12%	2,21%	1,56%	1,16%	5,51%	3,27%	-0,47%
33	2,51%	9,27%	0,32%	-2,46%	4,00%	-7,07%	6,83%	-2,82%
34	2,27%	-13,82%	-3,23%	-15,98%	-4,84%	-9,21%	-6,65%	-9,55%
35	-1,86%	-22,08%	-5,72%	-15,49%	-4,62%	-21,45%	-10,44%	-16,01%
36	-0,60%	16,00%	-8,13%	-9,61%	-9,20%	9,99%	-0,53%	2,00%
1-12	108,26%	138,30%	143,19%	114,32%	98,30%	135,29%	100,91%	149,02%
1-24	153,17%	135,68%	171,96%	95,07%	149,62%	90,49%	92,25%	110,94%
1-36	142,68%	131,25%	132,07%	53,52%	115,57%	77,84%	80,55%	76,44%

**Tableau 13 : Rentabilités mensuelles de banques et d'indices européens au cours des trois ans suivant le rapprochement entre la BNP et Paribas.**

	1	2	3	4
<b>Cash uniquement</b>	-0,0118621 t=-1,433	-0,015199** -2,543	-0,0181154*** -3,266	
<b>Cash</b>	-0,0171599 t=-1,520	-0,0111255 -1,307		
<b>Liabilities</b>	-0,0104409 t=-1,122	-0,0122627 -1,511	-0,0144602* -1,821	
<b>Actions uniquement</b>	-0,0156978 t=-1,047			
<b>Actions</b>	0,0076778 t=1,035			0,0150349*** 3,108
<b>Earnings</b>	-0,0123729 t=-1,577	-0,0111889 -1,573	-0,0124367* -1,764	
<b>Loan notes</b>	0,0205102** t=1,973	0,0214147** 2,121	0,0209446** 2,075	0,0260733*** 2,681
<b>Date</b>	0,0014728 t=0,998	0,0014771 1,001	0,0015245 1,033	0,0013721 0,932
<b>Date × D<sub>1</sub></b>	-0,002119** t=-2,407	-0,0021273** -2,417	-0,0021473** -2,440	-0,0021373** -2,432
<b>Date × D<sub>2</sub></b>	-0,0014226 t=-1,323	-0,00146 -1,361	-0,0015187 -1,416	-0,0014051 -1,309
<b>Constante</b>	0,0340583** t=2,248	0,0313951*** 3,092	0,0230382*** 2,920	0,0061185 0,946

Note : Les résultats présentés dans ce tableau proviennent de la régression suivante :

$$AR = \beta_1 + \beta_2 C + \beta_3 C' + \beta_4 L + \beta_5 A + \beta_6 A' + \beta_7 E + \beta_8 N + \beta_9 D + \beta_{10} D * D_1 + \beta_{11} D * D_2$$

Où AR est la rentabilité anormale de l'opération, C=1 si utilisation de *cash* et 0 sinon, C'=1 si utilisation de *cash* uniquement et 0 sinon, L=1 si utilisation de *liabilities* et 0 sinon, A=1 si utilisation d'actions et 0 sinon, A'=1 si utilisation d'actions uniquement et 0 sinon, E=1 si utilisation d'*earnouts* et 0 sinon, N=1 si utilisation de *loan notes* et 0 sinon, D=0 si l'opération a été réalisée en 1994, 1 si l'opération a été réalisée en 1995,... et 10 si l'opération a été réalisée en 2004, D1=1 si l'opération a été annoncée entre le 7 septembre 2000 et le 31 décembre 2002, et D2=1 si l'opération a été annoncée entre le 1 janvier 2003 et le 31 décembre 2004.

**Tableau 14 : Résultats de la régression multiple concernant l'acquisition de sociétés non cotées.**

	$\alpha_0$	$\beta_0$	$\alpha_1$	$\beta_1$
<b>Cash only</b>	.0265257*** 6.551 0.000	-0.165348*** -3.338 0.001	.0061639 1.261 0.208	-0.007113 -0.118 0.906
<b>Cash</b>	.0377842*** 3.994 0.000	-.0237597** -2.434 0.015	.0062467 0.498 0.619	-.0005836 -0.045 0.964
<b>Liabilities</b>	.0155042*** 6.307 0.000	-.0003026 -0.037 0.971	.0056517* 1.923 0.055	.0006329 0.055 0.956
<b>Stocks only</b>	.0146479*** 6.126 0.000	.0209294* 1.743 0.082	.006466** 2.247 0.025	-.0255083 -1.543 0.124
<b>Stocks</b>	.0103386*** 4.033 0.000	.0281842*** 4.694 0.000	.0082576*** 2.660 0.008	-.0150715** -2.003 0.046
<b>Earnings</b>	.0151122*** 6.106 0.000	.0036246 0.465 0.642	.0048367 1.560 0.119	.0053236 0.689 0.491
<b>Loan note</b>	.0144729*** 6.087 0.000	.0316811*** 2.373 0.018	.0043225 1.491 0.137	.0279978** 2.137 0.033

Note: Les résultats présentés dans ce tableau proviennent des régressions suivantes :

$$AR_0 = \alpha_0 + \beta_0 M$$

$$AR_1 = \alpha_1 + \beta_1 M$$

Où  $AR_0$  est la rentabilité anormale d'une opération annoncée avant le 7 septembre 2000,  $AR_1$  est la rentabilité anormale d'une opération annoncée après le 7 septembre 2000,  $M$  est une méthode de paiement donnée. Cette variable prend la valeur 1 si cette méthode de paiement est utilisée dans l'opération et 0 sinon.

**Tableau 16 : Les résultats des régressions des sous-échantillons concernant les acquisitions de sociétés non cotées.**

	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\beta_1$	$\beta_2$
<b>Cash only</b>	.0265257*** 6.872 0.000	-.0165348*** -3.501 0.000	-.0203618*** -3.035 0.002	.0158235* 1.922 0.055
<b>Cash</b>	.0377842*** 4.193 0.000	-.0237597** -2.555 0.011	-.0311191* -1.887 0.059	.0227326 1.340 0.181
<b>Liabilities</b>	.0155042*** 6.626 0.000	-.0003026 -0.038 0.969	-.0098525*** -2.428 0.015	.0009355 0.062 0.951
<b>Stocks only</b>	.0146479*** 6.438 0.000	.0209294* 1.831 0.067	-.0081819** -2.063 0.039	-.0464377** -2.122 0.034
<b>Stocks</b>	.0103386*** 4.228 0.000	.0281842*** 4.922 0.000	-.002081 -0.489 0.625	-.0432557*** -4.241 0.000
<b>Earnings</b>	.0151122*** 6.416 0.000	.0036246 0.489 0.625	-.0102754** -2.437 0.015	.0016989 0.148 0.882
<b>Loan note</b>	.0144729*** 6.399 0.000	.0316811** 2.494 0.013	-.0101504** -2.551 0.011	-.0036833 -0.189 0.850

Note : Les résultats présentés dans ce tableau proviennent de la régression suivante :

$$AR_i = \alpha_1 + \alpha_2 A_i + \beta_1 M_i + \beta_2 (A_i M_i) + u_i$$

Où  $AR$  est la rentabilité anormale de l'opération,  $A_i=0$  si opération réalisée avant le 7 septembre 2000 et 1 sinon, et  $M_i$  est une méthode de paiement donnée. Cette variable prend la valeur 1 si cette méthode de paiement est utilisée dans l'opération et 0 sinon.

**Tableau 15 : Résultat de la régression en regroupant les variables concernant l'acquisition de sociétés non cotées.**

<b>Année</b>	<b>Nombre d'opérations</b>	<b>Valeur totale des opérations</b>
<b>1990</b>	71	6 541,24
<b>1991</b>	91	3 759,08
<b>1992</b>	114	7 525,94
<b>1993</b>	115	8 301,88
<b>1994</b>	168	11 486,82
<b>1995</b>	202	37 140,50
<b>1996</b>	253	22 502,92
<b>1997</b>	345	44 484,48
<b>1998</b>	424	69 473,67
<b>1999</b>	339	81 257,85
<b>2000</b>	343	69 015,81
<b>2001</b>	256	74 345,05
<b>2002</b>	192	24 405,66
<b>2003</b>	196	40 929,45
<b>2004</b>	271	39 221,68
<b>2005</b>	238	37 350,09

**Tableau 17 : Nombre et valeur totale des acquisitions de plus d'un million de dollars réalisées à l'étranger par des sociétés initiatrices américaines cotées entre le 01 janvier 1990 et le 31 décembre 2005.**

<b>Pays</b>			<b>Pays</b>		
Afrique du Sud	20	0,80%	Irlande	29	1,16%
Algérie	1	0,04%	Israël	50	2,00%
Allemagne	193	7,71%	Italie	51	2,04%
Antigua	1	0,04%	Jamaïque	3	0,12%
Arabie Saoudite	1	0,04%	Japon	38	1,52%
Argentine	42	1,68%	Luxembourg	6	0,24%
Arménie	2	0,08%	Malaisie	6	0,24%
Aruba	2	0,08%	Mexique	46	1,84%
Australie	147	5,88%	Maroc	1	0,04%
Autriche	8	0,32%	Norvège	25	1,00%
Bahamas	2	0,08%	Nouvelle-Zélande	14	0,56%
Belgique	23	0,92%	Ouzbékistan	1	0,04%
Belize	1	0,04%	Pakistan	2	0,08%
Les Bermudes	5	0,20%	Panama	1	0,04%
Bolivie	2	0,08%	Pays Bas	74	2,96%
Brésil	43	1,72%	Pérou	5	0,20%
Iles Vierges britanniques	15	0,60%	Philippines	5	0,20%
Bulgarie	1	0,04%	Pologne	16	0,64%
Cameroun	1	0,04%	Porto Rico	19	0,76%
Canada	403	16,11%	Portugal	5	0,20%
Iles Caïman	1	0,04%	République dominicaine	3	0,12%
Chili	18	0,72%	République tchèque	8	0,32%
Chine	39	1,56%	Rwanda	1	0,04%
Colombie	7	0,28%	Roumanie	2	0,08%
Corée du Sud	24	0,96%	Russie	14	0,56%
Costa Rica	4	0,16%	Salvador	2	0,08%
Danemark	26	1,04%	Singapour	16	0,64%
Egypte	6	0,24%	Slovaquie	1	0,04%
Emirats Arabes Unis	3	0,12%	Slovénie	2	0,08%
Equateur	2	0,08%	St Kitts & Nevis	1	0,04%
Espagne	41	1,64%	Suède	48	1,92%
Finlande	20	0,80%	Suisse	34	1,36%
France	165	6,59%	Taiwan	17	0,68%
Géorgie	1	0,04%	Thaïlande	9	0,36%
Ghana	1	0,04%	Trinité et Tobago	1	0,04%
Grèce	2	0,08%	Turquie	2	0,08%
Guatemala	1	0,04%	Ukraine	1	0,04%
Guernesey	1	0,04%	UK	588	23,50%
Hong Kong	37	1,48%	Uruguay	1	0,04%
Hongrie	10	0,40%	Venezuela	7	0,28%
Inde	19	0,76%	Zambie	1	0,04%
Indonésie	5	0,20%	<b>Total</b>	<b>2502</b>	

**Tableau 18 : Nombre d'acquisitions réalisées par des sociétés initiatrices américaines entre le 01/01/1990 et le 31/12/2005 selon la nationalité de la société cible.**

Variable	Nombre d'observations	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Pourcentage d'actions acquises	2502	94.75335	13.76163	50	100
Valeur de l'opération (en million de dollars)	2502	128.9173	394.8308	1	9582.653
Méthode de paiement (0=numéraire, 1=actions)	2502	.1758593	.3807765	0	1
Statut de la société cible (0=non cotée, 1=cotée)	2502	.1099121	.3128427	0	1
Attitude (0=amicale, 1=non amicale)	2502	.011191	.1052152	0	1
Offre publique (0=non, 1=oui)	2502	.0543565	.2267652	0	1
Lien entre le secteur d'activité de la cible et de l'initiatrice (0=non, 1=oui)	2502	.3449241	.4754385	0	1
Nombre d'acquéreurs	2502	1.016787	.2071251	1	9
La valeur de marché de la société initiatrice 4 semaines avant l'opération	1435	13254.76	44690.39	.398	463885.2

Tableau 19 : Description de l'échantillon constitué d'opérations réalisées par les sociétés initiatrices américaines à l'étranger entre 1990 et 2005.

Variable	Nombre d'observations	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Distance	2502	6559.81	3953.594	733.764	16272.21
Langue	2502	.5251799	.4994654	0	1
Religion	2502	.3848921	.4866671	0	1
Pib/hab	2502	26529.86	8200.57	900	58900
IDH	2442	.9155061	.0665224	.394	.963
Ouverture	2419	77.11689	41.03798	18.22	309.58
Système jur.	2502	.5195843	.4997162	0	1
GCI	2450	4.9116	.4989153	2.84	5.94
Risque pol.	2501	8.333774	1.640347	.71	9.86
Coface	2453	.0676722	.2512338	0	1
Hofstede	2401	8.950194	6.519476	1.63936	29.47457
Stockmarket	2431	105.7641	57.28555	1.2	361
Listedfirm	2431	36.95915	29.43806	.9	234.3
IPO to GDP	2323	6.392178	4.020508	0	11.27

Tableau 20 : Description des variables spécifiques aux opérations transnationales.





	MP	S	A	D	L	R	PIB	IDH	O	SJ	GCI	TO	R	NA	RP	C	H	SM	L	IPO
M Paiement	1,00																			
Statut	0,15	1,00																		
Attitude	-0,05	0,18	1,00																	
Distance	-0,10	-0,12	0,02	1,00																
Langue	0,12	0,10	0,02	-0,14	1,00															
Religion	0,01	-0,05	-0,02	0,00	0,19	1,00														
Pib/hab.	0,11	0,07	0,01	-0,23	0,35	0,21	1,00													
IDH	0,09	0,07	-0,01	-0,23	0,18	0,13	0,89	1,00												
Ouverture	0,10	-0,01	0,00	-0,09	0,12	-0,11	0,28	0,16	1,00											
Système jur.	0,13	0,10	0,03	-0,16	0,97	0,17	0,39	0,26	0,15	1,00										
GCI	0,10	0,07	0,00	-0,08	0,27	0,38	0,80	0,72	0,18	0,31	1,00									
Offre pub.	0,02	0,66	0,24	-0,05	0,09	0,01	0,04	0,05	-0,02	0,09	0,08	1,00								
Relatedness	0,07	0,00	-0,03	-0,02	0,01	0,03	0,07	0,07	0,09	0,02	0,06	-0,03	1,00							
Nombre acq.	-0,02	0,11	0,07	-0,01	0,02	-0,03	-0,01	0,00	-0,01	0,02	0,02	0,14	-0,02	1,00						
Risque pol.	0,10	0,07	-0,01	-0,20	0,37	0,30	0,90	0,81	0,22	0,40	0,91	0,06	0,06	0,03	1,00					
Coface	-0,08	-0,06	0,01	0,09	-0,24	-0,20	-0,63	-0,51	-0,28	-0,25	-0,72	-0,03	-0,06	-0,02	-0,72	1,00				
Hofstede	-0,09	-0,09	0,00	0,20	-0,78	-0,36	-0,60	-0,48	0,13	-0,77	-0,48	-0,07	0,00	0,00	-0,61	0,36	1,00			
St. market	0,08	0,00	-0,02	0,02	0,51	0,27	0,45	0,28	0,52	0,51	0,41	0,03	0,07	0,00	0,43	-0,29	-0,37	1,00		
Listedfirm	0,15	0,16	0,03	-0,09	0,56	-0,28	0,43	0,37	0,40	0,58	0,38	0,10	0,03	0,03	0,36	-0,29	-0,36	0,40	1,00	
IPO to GDP	0,11	0,08	0,00	-0,19	0,84	0,37	0,56	0,47	0,14	0,87	0,47	0,10	0,05	0,01	0,54	-0,35	-0,79	0,67	0,44	1,00

Tableau 23 : Tableau de corrélation entre les variables.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Statut	1.409197 <sup>a</sup> (3.11)	.891998 <sup>a</sup> (5.25)	.8548069 <sup>a</sup> (5.63)	.8689617 <sup>a</sup> (5.73)
Distance	-.0418002 <sup>a</sup> (-4.47)	-.0378247 <sup>a</sup> (-3.46)	-.0468421 <sup>a</sup> (-3.04)	-.0471078 <sup>a</sup> (-3.02)
Langue	.3039535 (0.36)		.8816251 <sup>a</sup> (3.29)	
Religion	.2838136 <sup>b</sup> (2.31)			
PIB/Hab.	.017757 (0.73)			.0406704 <sup>c</sup> (1.66)
IDH	3.51941 (1.26)		5.227563 <sup>b</sup> (2.03)	
Ouverture	.0043867 <sup>a</sup> (2.71)	.0038743 <sup>a</sup> (5.45)	.0053137 <sup>a</sup> (4.06)	.0043018 <sup>a</sup> (3.12)
Legal system	.6270536 (0.73)	.4870427 <sup>a</sup> (4.10)		.7889854 <sup>a</sup> (3.05)
GCI	.7531775 (1.63)		1.105353 <sup>a</sup> (3.04)	1.062877 <sup>b</sup> (2.94)
Tender Offer	-.9787176 (-1.15)			
Relatedness	.3186824 <sup>a</sup> (3.46)	.4214009 <sup>a</sup> (4.37)	.3521292 <sup>a</sup> (3.02)	.358583 <sup>a</sup> (3.08)
Nbre acquéreurs	-.9964053 (-1.30)			
Risque pol.	-.289854 (-1.45)		-.3338631 <sup>b</sup> (-2.41)	-.3329381 <sup>b</sup> (-2.05)
Coface	-.4454514 (-0.95)			
Hofstede	.017059 (0.73)			
Stockmarket	-.0013606 (-0.71)			
Listed firm	.0031253 (1.04)			
IPO to GDP	-.044407 (-0.93)		-.0530433 (-1.58)	-.0478681 (-1.42)
Constante	-6.394434 <sup>b</sup> (-2.36)	-2.202181 <sup>a</sup> (-17.85)	-9.619603 <sup>a</sup> (-4.45)	-5.606052 <sup>a</sup> (-5.26)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0721	0.0466	0.0598	0.0592
Observations	2260	2419	2290	2290

**Tableau 24 : Déterminants du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales.**

Les résultats du tableau 24 ont été générés à l'aide d'un modèle logit. La méthode de paiement est la variable à expliquer. Elle est utilisée sous la forme d'une variable muette qui prend la valeur 0 en cas de paiement uniquement en *cash* et qui prend la valeur 1 en cas de paiement uniquement en actions. Nous avons utilisé la nationalité comme *cluster* dans la régression. Le chiffre entre parenthèses est la statistique z. Elle est calculée à partir de l'écart-type ajusté par le *cluster* sur la nationalité. a, b et c indiquent que les résultats sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5% et 10%.

## TABLE DES ILLUSTRATIONS

Tableau 1 :	Comparaison des projets SG Paribas et BNP Paribas.....	87
Tableau 2 :	Gains réalisés par les sociétés initiatrices en fonction du statut de la société cible et de la nationalité de la société initiatrice.....	101
Tableau 3 :	Rentabilités anormales, rentabilité de l'indice et nombre d'acquisitions non cotées par année.....	102
Tableau 4 :	Nombre d'opérations et rentabilités anormales entre 1998 et 2000 selon que la fusion ou l'acquisition ait eu lieu dans un marché haussier ou baissier.....	102
Tableau 5 :	Gains moyens réalisés par les sociétés initiatrices européennes en fonction de la tendance du marché des actions.....	103
Tableau 6 :	Gains réalisés par la société initiatrice en fonction du statut de la société cible et de la méthode de paiement utilisée.....	105
Tableau 7 :	Impact du niveau du marché des actions en fonction de la méthode de paiement retenue pour financer l'acquisition.....	106
Tableau 8 :	Études empiriques testant la validité des modèles d'Hansen (1987), de Fishman (1989) d'Eckbo <i>et al.</i> (1990).....	157
Tableau 9 :	Études empiriques testant la validité du modèle de Berkovitch et Narayanan (1990) et l'hypothèse fiscale.....	158
Tableau 10 :	Études empiriques testant la validité des théories liées à la propriété managériale, au contrôle externe, à l'impact positif de la dette et aux <i>free cash-flows</i> .....	159
Tableau 11 :	Études empiriques testant la validité des théories liées aux performances passées, aux opportunités d'investissement, aux cycles économiques, à la structure du capital, aux délais de réalisation de l'opération, et à l'acquisition de sociétés non cotées.....	160
Tableau 12 :	Rentabilités anormales et t statistiques à l'annonce des différentes surenchères .....	162
Tableau 13 :	Rentabilités mensuelles de banques et d'indices européens au cours des trois ans suivant le rapprochement entre la BNP et Paribas.....	163
Tableau 14 :	Résultat de la régression multiple concernant l'acquisition de sociétés non cotées.....	164
Tableau 15 :	Résultat de la régression en regroupant les variables concernant l'acquisition de sociétés non cotées .....	165
Tableau 16 :	Résultats des régressions des sous-échantillons concernant les acquisitions de sociétés non cotées.....	165
Tableau 17 :	Nombre et valeur totale des acquisitions de plus d'un million de dollars réalisées à l'étranger par des sociétés initiatrices américaines cotées entre le 01 janvier 1990 et le 31 décembre 2005 .....	166
Tableau 18 :	Nombre d'acquisitions réalisées par des sociétés initiatrices américaines entre le 01/01/1990 et le 31/12/2005 selon la nationalité de la société cible.....	167
Tableau 19 :	Description de l'échantillon constitué d'opérations réalisées par les sociétés initiatrices américaines à l'étranger entre 1990 et 2005.....	168
Tableau 20 :	Description des variables spécifiques aux opérations transnationales.....	168
Tableau 21 :	Résultat de l'analyse univariée concernant les variables de contrôle et les variables de distances géographique et culturelle.....	169
Tableau 22 :	Résultat de l'analyse univariée concernant les variables de distance économique.....	170
Tableau 23 :	Tableau de corrélation entre les variables.....	171
Tableau 24 :	Déterminants du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales.....	172

<b>Figure 1 :</b>	<b>Montant mondial des opérations de fusions-acquisitions entre 1997 et 2006.....</b>	<b>8</b>
<b>Figure 2 :</b>	<b>Fréquence d'utilisation du <i>cash</i> dans les opérations de fusions-acquisitions entre juillet 2000 et janvier 2007.....</b>	<b>9</b>
<b>Figure 3 :</b>	<b>Synthèse des différentes problématiques de la thèse.....</b>	<b>16</b>
<b>Figure 4 :</b>	<b>Répartition de l'actionnariat et principaux actionnaires de la Société Générale avant l'OPE (source : Note d'information COB n° 99 914) .....</b>	<b>78</b>
<b>Figure 5 :</b>	<b>Répartition de l'actionnariat de Paribas au 29/01/1999 (source : rapport annuel).....</b>	<b>79</b>
<b>Figure 6 :</b>	<b>Répartition de l'actionnariat de la BNP au 31/12/1998 (source : rapport annuel).....</b>	<b>79</b>
<b>Figure 7 :</b>	<b>Évolution conjointe du cours du CVG (en bleu) et de l'action BNP (en rose) base 100 le 26/08/1999.....</b>	<b>89</b>
<b>Figure 8 :</b>	<b>Évolution de l'indice européen (DJ STOXX).....</b>	<b>103</b>
<b>Figure 9 :</b>	<b>Synthèses des différentes offres de la Société Générale sur Paribas et de la BNP sur la Société Générale et sur Paribas.....</b>	<b>161</b>

## TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	8
<b>0.1. Les problématiques traitées dans la thèse.....</b>	<b>9</b>
0.1.1. Les théories actuelles permettent-elles réellement d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions domestiques?....	9
0.1.2. Existe-t-il des déterminants du choix de la méthode de paiement propres aux opérations transnationales ?.....	10
0.1.3. L'impact du choix de la méthode de paiement diffère-t-il selon le statut de la société cible également en Europe ?.....	11
0.1.4. La tendance sur le marché des actions a-t-elle un impact sur les rentabilités anormales lors de l'annonce d'une acquisition de société non cotée ?.....	13
<b>0.2. Les objectifs.....</b>	<b>15</b>
0.2.1. L'étude du choix de la méthode de paiement dans l'opération BNP-Paribas-Société Générale.....	17
0.2.2. L'impact conjoint du choix de la méthode de paiement et de la tendance du marché des actions sur la richesse des actionnaires.....	18
0.2.3. Les déterminants du choix de la méthode de paiement lors des opérations transnationales.....	19
Chapitre 1. Le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions : la revue de la littérature.....	21
<b>1.1. Introduction.....</b>	<b>21</b>
<b>1.2. L'origine des modèles d'asymétrie informationnelle et le modèle de Myers et Majluf (1984).....</b>	<b>24</b>
1.2.1. L'origine des modèles d'asymétrie informationnelle.....	25
1.2.2. Les travaux de Myers et Majluf (1984).....	26
<b>1.3. Les modèles d'asymétrie informationnelle ultérieurs à Myers et Majluf (1984).....</b>	<b>31</b>
1.3.1. Le modèle d'Hansen (1987).....	32
1.3.2. Le modèle de Fishman (1989).....	34
1.3.3. Le modèle d'Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990).....	37
1.3.4. Le modèle d'asymétrie informationnelle avec compétition de Berkovitch et Narayanan (1990).....	38
<b>1.4. L'impact de la fiscalité sur le choix de la méthode de paiement.....</b>	<b>40</b>
<b>1.5. Les théories liées à la propriété managériale et au contrôle des dirigeants.....</b>	<b>47</b>
1.5.1. La théorie de la propriété managériale.....	49
1.5.2. L'hypothèse du contrôle externe.....	53
1.5.3. L'hypothèse des <i>free cash-flows</i> .....	54
<b>1.6. Les performances passées, les opportunités d'investissement et les cycles économiques.....</b>	<b>57</b>

1.6.1. La théorie du remplacement des dirigeants inefficaces et les caractéristiques financières.....	57
1.6.2. La théorie des opportunités d'investissement.....	59
1.6.3. L'hypothèse des cycles économiques.....	60
1.7. <i>La structure optimale du capital</i> .....	61
1.8. <i>Les théories liées aux délais de réalisation de l'opération</i> .....	62
1.8.1. L'hypothèse des délais de contrôle.....	63
1.8.2. L'hypothèse de minimisation des coûts de négociation.....	64
1.9. <i>L'acquisition de sociétés non cotées</i> .....	65
1.10. <i>Conclusion</i> .....	69

**Chapitre 2. L'importance des méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions : le cas BNP Paribas.....71**

2.1. <i>Introduction</i> .....	71
2.2. <i>Objectifs de la recherche et méthodologie</i> .....	72
2.3. <i>Analyse du choix de la méthode de paiement et de son impact sur la richesse des actionnaires</i> .....	74
2.3.1. La première offre de la Société Générale.....	74
2.3.1.1. Discussion du choix de la méthode de paiement.....	74
2.3.1.2. La réaction du marché.....	77
2.3.2. La double OPE de la BNP.....	80
2.3.2.1. Discussion du choix de la méthode de paiement.....	80
2.3.2.2. La réaction du marché.....	82
2.3.3. La surenchère de la Société Générale : discussion du choix de la méthode de paiement et réaction du marché.....	82
2.3.4. La double surenchère de la BNP.....	84
2.3.4.1. Discussion du choix de la méthode de paiement.....	84
2.3.4.2. La réaction du marché.....	87
2.4. <i>Les résultats des offres et l'impact à long terme sur la richesse des actionnaires</i> .....	87
2.5. <i>Conclusion</i> .....	90

**Chapitre 3. L'acquisition de sociétés non cotées en Europe : gains de la société initiatrice, méthodes de paiement et tendance du marché des actions.....92**

3.1. <i>Introduction</i> .....	92
3.2. <i>Travaux antérieurs sur le sujet</i> .....	93
3.2.1. Les gains des actionnaires de sociétés initiatrices qui acquièrent des sociétés cotées.....	93
3.2.2. Les gains des actionnaires de sociétés initiatrices qui acquièrent des sociétés cibles non cotées.....	94
3.2.3. Cycles et fusions-acquisitions.....	97
3.3. <i>Méthodologie et échantillons</i> .....	99

<b>3.4. Résultats et commentaires.....</b>	<b>100</b>
3.4.1. Les gains des actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible.....	100
3.4.2. L'impact de la tendance du marché des actions sur les gains réalisés par l'initiatrice.....	101
3.4.3. La tendance sur le marché des actions et la méthode de paiement retenue pour financer l'opération.....	104
3.4.3.1. Les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible et de la méthode de paiement.....	104
3.4.3.2. Les gains réalisés par les actionnaires de la société initiatrice en fonction du statut de la société cible, de la méthode de paiement et de la tendance sur le marché des actions.....	105
3.4.4. La tendance sur le marché des actions, l'acquisition de sociétés non cotées et la méthode de paiement choisie pour financer l'opération.....	108
3.4.4.1. Les résultats de la régression multiple.....	108
3.4.4.2. Les résultats de la régression en regroupant les variables.....	109
3.4.4.3. Les régressions des sous-échantillons.....	109
3.4.5. Commentaires des résultats.....	110
<b>3.5. Conclusion.....</b>	<b>111</b>

**Chapitre 4. Les déterminants du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales.....112**

<b>4.1. Introduction.....</b>	<b>112</b>
<b>4.2. La revue de la littérature.....</b>	<b>114</b>
4.2.1. Le choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions.....	114
4.2.1.1. L'impact de la taille de la société initiatrice et de la société cible sur le choix de la méthode de paiement.....	114
4.2.1.2. L'impact de la compétition sur le choix de la méthode de paiement.....	115
4.2.1.3. L'impact de la forme d'acquisition et du caractère de l'offre sur le choix de la méthode de paiement.....	116
4.2.1.4. L'impact du statut de la société cible sur le choix de la méthode de paiement.....	117
4.2.1.5. L'impact du fait que la société initiatrice et la société cible interviennent sur le même secteur d'activité sur le choix de la méthode de paiement.....	117
4.2.2. L'impact des distances géographique et culturelle dans les opérations de fusions-acquisitions.....	118
4.2.2.1. Le lien entre distance et acquisitions transnationales.....	118
4.2.2.2. Apport de la présente recherche.....	119
<b>4.3. Données et variables.....</b>	<b>120</b>
4.3.1. Description des données.....	120
4.3.2. Les variables.....	121
4.3.2.1. Définition des variables de contrôle.....	121
4.3.2.2. Définition des variables spécifiques aux opérations transnationales.....	122
<b>4.4. Résultats des régressions.....</b>	<b>125</b>
4.4.1. Les résultats de la régression univariée.....	125
4.4.2. Les résultats de la régression multivariée.....	126
<b>4.5. Conclusion.....</b>	<b>129</b>

<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>131</b>
<b>5.1. La validation des théories expliquant le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusions-acquisitions.....</b>	<b>131</b>
5.1.1. Les études empiriques ne permettent pas vraiment de conclure.....	131
5.1.2. Les principales théories actuelles permettent d'expliquer le choix de la méthode de paiement dans la lutte entre la Société Générale et la BNP pour le contrôle de Paribas.....	134
<b>5.2. L'impact du choix de la méthode de paiement diffère selon le statut de la société cible également en Europe.....</b>	<b>135</b>
<b>5.3. La tendance sur le marché des actions a un impact sur les rentabilités anormales lors de l'annonce d'une acquisition de société non cotée.....</b>	<b>136</b>
<b>5.4. Il existe des déterminants du choix de la méthode de paiement propres aux opérations transnationales.....</b>	<b>137</b>
<b>5.5. Les limites et les prolongements futurs possibles.....</b>	<b>137</b>
5.5.1. L'étude du cas BNP-Paribas-Société Générale.....	137
5.5.2. Les limites de la méthodologie de l'étude d'événements.....	140
5.5.3. Les prolongements possibles du chapitre intitulé : « L'acquisition de sociétés non cotées en Europe : gains de la société initiatrice, méthodes de paiement et tendance du marché des actions ».....	142
5.5.4. Les limites et les prolongements possibles de l'article intitulé : « Les déterminants du choix de la méthode de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions transnationales ».....	145
<b>5.6. Conclusion.....</b>	<b>146</b>
 <b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	 <b>147</b>
 <b>ANNEXES.....</b>	 <b>157</b>
 <b>TABLE DES ILLUSTRATIONS.....</b>	 <b>173</b>
 <b>TABLE DES MATIÈRES.....</b>	 <b>175</b>