

La performance à court et à long terme de l'acquéreur : l'impact de la détention d'une position de contrôle

Taher HAMZA

Institut Supérieur de Gestion de Sousse - Tunisie

Classification JEL : G14, G34 – *Réception* : novembre 2007 ; *Acceptation* : novembre 2008

Correspondance : taher.hamza@topnet.tn

Résumé : La position d'actionnaire de contrôle ou d'*insider* de l'acquéreur dans la cible joue un rôle crucial dans la formulation d'une stratégie optimale d'acquisition. Le présent article se préoccupe de l'incidence de cette position de contrôle sur la performance à court et à long terme de l'acquéreur. L'étude d'événement met en évidence qu'il s'agit d'un facteur discriminant significatif de la réaction du marché financier. À long terme, le portefeuille des acquéreurs, actionnaires contrôlant de la cible surperforme largement le portefeuille du marché des actions ainsi que le portefeuille de Fama et French.

Mots clés : fusions et acquisitions – création de valeur – actionnaire de contrôle – *benchmark*.

Abstract : A pre-bid insider position held by the acquirer in the target plays a crucial role in the formulation of an optimal acquisition strategy. This research focuses on the analysis of toehold as a determinant of the bidder's short and long term performance. Our event study shows that this position is a significant factor when it comes to explain the market reaction. In the long run, the portfolio of acquiring firms with toehold outperforms the market portfolio as well as the Fama and French benchmark portfolio.

Key words : mergers and acquisitions – value creation – controlling shareholder – benchmark.

Les prises de contrôle constituent un instrument privilégié de croissance externe des entreprises. Les nombreuses recherches académiques en finance s'accordent sur le fait que ces stratégies profitent davantage aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur et revêtent donc un caractère inéquitable quant au partage de la création de valeur.

Le caractère mitigé des résultats relatifs à la performance de l'acquéreur rencontre plusieurs explications dans la littérature : synergie, discipline des dirigeants de la cible, surconfiance ou biais cognitif du dirigeant, *free cash flow*, *market timing*. Bradley et Sundaram (2004) notent qu'il ne s'agit que d'explications partielles, et que certaines acquisitions sont parfaitement justifiées.

Parmi les divers déterminants de ce processus, le statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur au sein de la cible pré-offre constitue un facteur explicatif clé de la formulation d'une stratégie optimale d'acquisition (Betton et Eckbo, 2000). La détention d'un bloc de contrôle constitue un indicateur d'asymétrie informationnelle et un vecteur de signalisation du potentiel de synergies futures, contribuant à la résolution *ex ante* de cette asymétrie (Leland et Pyle, 1977).

La présente recherche a pour objet d'étudier l'incidence de la détention d'un bloc de contrôle sur la performance à court et à long terme de l'acquéreur, dans le contexte français. L'étude d'événement témoigne d'une faible création de valeur pour l'acquéreur à l'annonce de l'événement. Elle est fortement et significativement positive lorsque ce dernier est un actionnaire de contrôle de la cible préalablement à l'offre (participation supérieure à 10% du capital). Par ailleurs, l'analyse à long terme met en évidence une surperformance du portefeuille des acquéreurs par rapport aux *benchmarks* retenus (portefeuille de marché des actions et portefeuille de Fama & French). Cette surperformance est particulièrement importante et significative lorsque l'initiateur est un actionnaire contrôlant de la cible.

Ce travail est structuré de la façon suivante. La première section expose les principales motivations liées aux opérations de prise de contrôle, ainsi que leur capacité à créer de la valeur pour l'acquéreur. La deuxième section développe les hypothèses relatives à la performance des acquéreurs en relation avec le statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur au sein de la cible. Enfin, la troisième section présente les résultats de l'étude empirique sur la performance à court et à long terme de l'acquéreur, et compare nos résultats à ceux des travaux antérieurs.

1. Motivations de l'acquéreur et création de valeur

La recherche de synergies constitue généralement la principale motivation avancée par les dirigeants de la société initiatrice d'une opération de prise de contrôle. Ces synergies se matérialisent au niveau du cycle d'exploitation (Berkovitch et Narayanan, 1993 ; Schwert, 2000 ; Perdreau, 1998 ; Goergen et Renneboog, 2004), ainsi que dans l'accroissement du pouvoir de marché (Jensen et Ruback, 1983 ; Eckbo, 1983). Elles peuvent également être de nature financière et trouvent une traduction dans la réduction du risque par la diversification, la réduction du risque de faillite et dans les gains liés au cycle de financement. Elles se matérialisent, enfin, selon l'argument de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, par l'installation d'une équipe dirigeante plus efficace (Bradley, Desai et Kim, 1988).

Burkart et Panunzi (2006) notent à cet effet que le caractère disciplinaire des prises de contrôle indique dans certaines situations le rôle limité des mécanismes de gouvernance interne. Martin et McConnell (1991) montrent que les firmes qui font l'objet d'une acquisition « disciplinaire » sont significativement moins performantes que les autres firmes durant la période précédant l'offre. La baisse de valeur des entreprises peu performantes leur confère un statut de cible pour les acquéreurs et implique que ces opérations sont bénéfiques pour les actionnaires des deux firmes impliquées (Eckbo et Thoburn, 2000).

La thèse de la synergie se trouve contredite par l'hypothèse de l'optimisme ou de l'orgueil managérial (*hubris hypothesis*)¹ soutenue par Roll (1986). Ce dernier défend l'argument que les synergies attendues sont surestimées par les dirigeants. Dans ce cas, la prise de contrôle est synonyme de transfert de richesse des actionnaires de la société initiatrice au profit de ceux de la cible, avec une perte nette de richesse due au coût de l'offre (Hayward et Hambrick, 1997 ; Moeller et al., 2005).

Dans la théorie de l'agence, les dirigeants de l'initiatrice sont supposés privilégier leur propre bien-être en expropriant les actionnaires par l'appropriation de bénéfices privés. Ils poursuivent notamment des stratégies de construction d'empire (Marris, 1963) et de diversification pour protéger leur capital humain (Amihud et Lev, 1981). À cet effet, Jensen (1986) soutient que l'abondance des flux de trésorerie libres à la

¹ Selon les théories comportementales, il s'agit d'une attitude de surconfiance (un biais cognitif) des dirigeants, synonyme d'aveuglement.

disposition des dirigeants conduit à surpayer les acquisitions². Ce processus de surinvestissement synonyme d'accroissement de la taille de la firme favorise leur enracinement (Shleifer et Vishny, 1989)³.

Un dernier courant relatif aux motivations liées aux acquisitions est celui soutenu par l'hypothèse de surévaluation ou de *market timing* (Jensen, 2004 ; Shleifer et Vishny, 2003). Cette thèse est fondée sur l'inefficience temporaire du marché financier et affirme que les prix élevés des actions en haut de cycle amènent les entreprises initiatrices à profiter de cette « fenêtre d'opportunité » et à mettre en œuvre des stratégies d'acquisition.

La problématique de la création de valeur pour l'acquéreur a fait l'objet de nombreuses recherches empiriques, qui se sont focalisées sur le court terme et sur le long terme (voir annexe 1 pour une liste de travaux). Elles mettent en évidence des résultats mitigés. Concernant les résultats des études empiriques à long terme, Fama (1998) souligne qu'elles sont très sensibles à la méthodologie utilisée et qu'il est difficile d'en conclure que le marché est inefficent. Il est probable que l'étude conjointe des performances à court et à long terme des opérations d'acquisition pourrait s'avérer riche d'enseignements. Par exemple, l'étude de Pécherot-Petitt (2000) confirme l'existence d'un lien entre la création de valeur à court terme et la performance à long terme des acquéreurs. À l'inverse, Agrawal et Jaffe (2000) et Campa et Hernandez (2006) soulignent que les excès de rendement autour de l'annonce de l'offre ne permettent pas de prédire les performances à long terme de l'acquéreur.

2. Les hypothèses relatives à l'incidence de la détention d'un bloc de contrôle sur la performance des acquéreurs

Plusieurs déterminants, intrinsèques et extrinsèques, de la création (ou destruction) de valeur pour l'acquéreur ont été étudiés : le profil « de capitalisation » ou « de croissance » de l'acquéreur, le caractère transfrontalier de l'opération de regroupement, l'effet de la taille relative

² Les *free cash flows* sont les flux de trésorerie en excès par rapport au montant nécessaire au financement de tous les projets qui ont une VAN positive. Cette situation est qualifiée de surinvestissement (projet à valeur actuelle nette négative).

³ Ces auteurs considèrent que les dirigeants réalisent des investissements spécifiques dont la valeur est liée à leur présence dans l'entreprise (expérience personnelle, capacité à établir des contrats implicites).

ve de la cible et de l'acquéreur, ou encore la forme organisationnelle de la cible.

S'agissant de l'impact du statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur dans la cible, les études antérieures dégagent moins de divergences quant à son caractère positif et significatif sur la performance. Elles se heurtent cependant à une difficulté : celle de la définition même du contrôle. Celui-ci désigne le pouvoir relatif d'un actionnaire, qui est qualifié de « contrôlant » lorsque sa participation est supérieure à 10%, selon Faccio et Lang (2002), et à 10%, 15%, 20% et 25%, selon La Porta et al. (1999). Ces derniers qualifient une telle structure de concentrée. De leur côté, Claessens et al. (2003) retiennent comme niveau de contrôle 10%, 20% et 40%.

D'un point de vue théorique, le statut d'actionnaire contrôlant au sein de la cible joue un rôle crucial dans la formulation d'une stratégie optimale d'acquisition (Betton et Eckbo, 2000), parce qu'il détermine notamment l'asymétrie d'information entre l'initiateur et le marché, le coût de la recherche d'information sur la cible, la réduction de la demande de titres, l'appréciation des intérêts stratégiques que présente la cible et des synergies escomptées, le niveau de la prime d'offre, la résolution du problème du passager clandestin, et la signalisation de la valeur post-acquisition.

La fraction de titres détenus par l'initiateur dans la cible se matérialise par des droits de vote aux assemblées générales⁴ et une influence sur le pilotage de ses affaires (compétence de contrôle ou de monitoring (Bloch et Hege, 2001)). Dans certains cas, cette influence se manifeste par le contrôle au niveau du conseil d'administration.

Le lancement d'une opération d'acquisition est toujours précédé par un important investissement dans la recherche d'information sur les caractéristiques de la société convoitée. Le coût d'un tel investissement est moins élevé dans le cas où l'initiateur serait déjà actionnaire de cette société et son pouvoir de négociation avec ses dirigeants et ses actionnaires se trouverait renforcé (Pécherot-Petit, 2000). Bessière (1999) montre que, dans le cadre du partage des synergies lors d'une offre publique (OPA/OPE), l'aptitude de l'initiateur à créer de la valeur constitue un élément clé de son pouvoir de négociation, ce dernier étant lié à la part détenue du capital de la cible pré-offre.

Ce pouvoir de négociation se manifeste à l'annonce de l'offre, dans la mesure où sa participation préalable réduit la quantité de titres de-

⁴ Le pourcentage de capital nécessaire à l'obtention de l'organisation d'une assemblée générale extraordinaire est de 10% en France.

mandée et nécessaire au contrôle de la cible. Par conséquent, cette participation influence le niveau de la prime revenant aux actionnaires de la société visée (Husson, 1988). Par ailleurs, la valeur de contrôle représentant les synergies escomptées est mieux appréhendée lorsque l'initiateur détient une position de contrôle qui lui confère une meilleure capacité d'appréciation des intérêts stratégiques que présente la cible. L'étude de Raffournier (1984) sur le marché français montre, dans le cas des OPA, que le niveau de la participation préalable de l'initiateur au capital de la cible, ainsi que la variation attendue de la rentabilité de l'action visée à la suite de l'offre, constituent l'une et l'autre des variables significativement déterminantes de la prime d'offre.

Les résultats des travaux de Betton et Eckbo (2000) et de Bris (2002) sur le marché américain témoignent d'une relation négative entre cette variable et le niveau de la prime d'offre affectant positivement la création de valeur pour l'acquéreur. Ces auteurs se sont notamment intéressés au phénomène de ramassage de titres par l'initiateur avant l'offre permettant d'accroître sa participation dans le capital de la cible et d'affecter le niveau de la prime. Le ramassage de titres pendant une période donnée, plus ou moins longue, ou la prise de participation suite à des accords de nature commerciale et/ou industrielle, implique que l'initiateur profite d'un coût des titres ramassés inférieur à celui des mêmes titres une fois réalisée l'annonce de l'offre. Les travaux de Hirshleifer et Titman (1990) et de Shleifer et Vishny (1986) montrent, en effet, que l'initiateur qui augmente sa part de capital détenue dans la cible avant l'offre accroît sa probabilité de réussir et paie moins cher son acquisition, ce qui permet de réduire le gain pour les actionnaires de la cible (Bradley et al., 1988 ; Bessière, 1999). De plus, l'annonce de l'offre engendre une hausse de la valeur du titre de la cible qui *de facto* se traduit par une appréciation des titres déjà détenus par l'initiateur.

Dans le cas d'une possible surenchère, la recherche par l'actionnaire contrôlant de la cible d'un nombre plus limité de titres rend la compétition moins grande et le prix offert plus faible, ce qui est synonyme de performance future plus importante (Singh, 1998 ; Bulow et al., 1999). Ceci va à l'encontre de l'hypothèse de « malédiction du vainqueur », soutenue par Mougeot et Naegelen (1991) qui considèrent que l'acheteur gagnant est celui qui paie trop cher l'acquisition. Sa performance se trouve en conséquence amoindrie.

D'un point de vue industriel, les investisseurs ont tendance à voir dans le statut d'actionnaire contrôlant une indication positive quant à ses motivations (Saint Pierre, 1983) et un facteur favorisant une meil-

leure absorption de la cible. Ce statut favorise aussi la coopération entre les deux sociétés, surtout lorsque les activités sont similaires ou complémentaires ce qui, pour l'initiateur, représente une position privilégiée par rapport à d'éventuels acquéreurs potentiels (Fishman, 1988). Selon Betton et Eckbo (2000), le statut de contrôlant de l'acquéreur caractérise les offres hostiles qui réussissent, signe d'une appréciation positive par le marché des perspectives futures de l'acquisition. Ce statut de contrôlant constitue ainsi un indicateur d'asymétrie informationnelle (initiateur-marché) sur les synergies futures telles qu'elles sont anticipées par les investisseurs. En effet, il participe, en tant que vecteur de signalisation vis-à-vis du marché, à la réduction *ex ante* de cette asymétrie d'information (Leland et Pyle, 1977) et renseigne par conséquent sur la vraie valeur post-acquisition de l'initiateur (Eddey, 1991).

Par ailleurs, Shleifer & Vishny (1986) et Hirsleifer & Titman (1990) affirment que ce statut permet de résoudre le problème du passager clandestin évoqué par Grossman et Hart (1980), qui caractérise le comportement des actionnaires de la cible.

Les résultats empiriques obtenus par Mikkelson et Ruback (1988), Holderness & Sheehan (1988) et Barclay et Holderness (1991) confirment l'idée d'une rentabilité positive autour de la date de l'annonce d'une offre publique de prise de contrôle, lorsque l'initiateur est actionnaire contrôlant de la société visée. Plus récemment, Hamza (2007) constate que la création de valeur à court terme pour l'acquéreur est significativement et positivement liée à la fraction du capital détenue par l'initiateur.

L'ensemble des contributions théoriques et empiriques développées précédemment nous amène à énoncer les hypothèses suivantes :

H1: La création de valeur à court terme pour l'acquéreur est positive lorsque ce dernier est un actionnaire contrôlant de la cible.

H2 : Le portefeuille des acquéreurs, actionnaires contrôlant de la cible, surperforme à long terme les portefeuilles de référence.

3. Validation empirique dans le contexte français

L'objet de notre recherche est de vérifier si le statut d'actionnaire contrôlant de l'initiateur au sein de la cible, préalablement à l'offre, influence la création de valeur à court terme et les performances à long terme. Nous décrivons notre méthode d'investigation avant de présenter les résultats de nos divers tests.

3.1. Caractéristiques de l'échantillon

Notre étude porte sur les opérations de prise de contrôle en France intervenues entre le 01/10/1997 et le 21/08/2007. Cette période est caractérisée par des changements de cycles conjoncturels (1997/2000, 2001/2002 et 2003/2007).

L'échantillon a été constitué à partir de la base de données de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Ont été exclues les offres publiques simplifiées (355 opérations de type OPS), y compris les opérations de garantie de cours (38 opérations), qui n'ont pas pour objet de prendre le contrôle d'une société mais de compléter une participation ou de fermer le capital, et qui interviennent fréquemment à la suite d'une cession de bloc majoritaire. De même, n'ont pas été retenues les offres publiques de retrait (OPR) ainsi que les OPR suivies d'un retrait obligatoire (412 opérations) qui exigent le dépassement du seuil de 95% du capital de la cible et interviennent après la prise de contrôle.

Pour étudier la performance à long terme de l'acquéreur, nous avons également écarté les opérations pour lesquelles les historiques de cours (source : Datastream) de l'initiateur n'existent pas, pour cause de radiation de la cote, et celles qui n'offrent pas de données financières et boursières du fait de la constitution récente de la société acquéreuse pour l'opération.

Enfin, les opérations pour lesquelles les documents relatifs à l'opération sont manquants, ainsi que celles où l'initiateur n'est pas une entreprise cotée, ne sont pas prises en compte pour l'étude de la réaction à court terme. L'échantillon est en définitive constitué de 65 opérations de prise de contrôle de nature amicale à quelques rares exceptions et ayant réussi. Ces acquisitions, dont la moitié est intervenue entre 1999 et 2001, sont caractérisées par une diversification en termes de secteur d'activité et une similarité sectorielle des parties impliquées (note d'information, avis de recevabilité et rapports annuels issus de la base de données AMF). Toutes les opérations portent sur la totalité du capital de la cible, sachant que 29 opérations sont payées en numéraire et 36 opérations payées en titres (seules les OPE par action ont été retenues). Par ailleurs, il faut noter que 27 acquisitions sont transfrontalières et 38 opérations sont domestiques.

L'échantillon global a été divisé en deux sous-échantillons selon le critère de la participation de l'acquéreur : les acquéreurs sont considérés comme des actionnaires de contrôle (AAC) ou non (ANC). Conformément aux référentiels de littérature présentés précédemment, nous avons retenu un niveau de participation préalable à l'offre supérieur à

rieur à 10% du capital de la cible pour que l'acquéreur soit considéré comme un AAC.

Les statistiques descriptives présentées en annexe 2 indiquent que les opérations de prise de contrôle visent, en moyenne, des entreprises de grande taille. En effet, le rapport (cible/acquéreur) du total des actifs en valeur comptable (0,842) ainsi que celui du total des actifs en valeur de marché (0,846) sont proches de 1. Les AAC visent des entreprises de taille moins importante relativement aux ANC. Par ailleurs, l'acquéreur détient en moyenne une participation pré-offre de 9,5%. Les AAC détiennent une participation préalable de 34%, dépassant largement le seuil retenu par notre étude, alors que la quasi-totalité des ANC n'ont aucune participation préalable (0,3% en moyenne) dans le capital de la cible. Enfin, l'observation des données relatives au pourcentage du capital de la cible détenu par l'acquéreur à la fin de l'offre est de 91% sur l'échantillon global, avec peu de différence entre les deux sous-échantillons.

3.2. L'étude d'événement

Introduite par Fama, Fisher, Jensen et Roll en 1969, l'étude d'événement consiste à évaluer les rendements anormaux, interprétés comme une mesure de l'impact de l'événement sur la valeur de la firme autour de sa date d'annonce. Cette approche qualifiée de méthode résiduelle suppose implicitement que l'événement est exogène à la modification de la valeur de marché de la firme et repose sur un certain nombre d'hypothèses. Bacmann (2001), faisant référence à l'étude menée par Brown et Warner (1985), indique que le modèle de marché, malgré sa simplicité, constitue une norme pour l'évaluation des rentabilités autour de l'annonce et que cette méthodologie fournit de bons résultats.

Lors d'une opération de fusion-acquisition, la date d'événement souvent retenue par les travaux empiriques antérieurs est celle de la prise de connaissance officielle par le marché de l'événement. L'analyse porte sur une « fenêtre d'événement », plus ou moins large (rumeurs en circulation et ajustement par le marché du prix post-offre), et nécessite la définition d'une « fenêtre d'estimation », nécessaire à l'estimation des paramètres du modèle d'évaluation des rendements théoriques (norme) et tenant compte de leur stabilité. Dans le cadre de cette étude, la fenêtre d'événement retenue est de 40 jours de cotation et la fenêtre d'estimation est de 180 jours de cotation.

Sous l'hypothèse de rationalité des investisseurs, un impact positif/négatif, autrement dit une augmentation/diminution du prix, sanctionne une bonne décision/désapprobation (Bacmann, 2001). Une fois la réaction mise en évidence, il est nécessaire de l'expliquer à l'aide d'un certain nombre de facteurs déterminants.

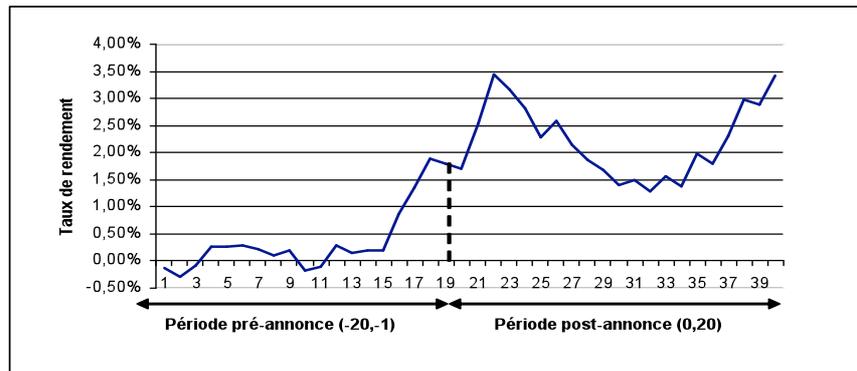
3.3. La création de valeur à court terme pour l'acquéreur

L'étude d'événement, qui permet de déterminer des CAR (*cumulative abnormal returns*, ou rentabilités anormales cumulées), a été conduite pour différentes fenêtres d'événement. Nous présentons successivement les CAR sur l'ensemble de l'échantillon et celles des opérations réalisées par des actionnaires contrôlant de la cible préalablement à l'offre.

3.3.1. Le profil global des CAR

La figure 1 présentée ci-après décrit l'évolution des CAR moyens pour l'initiateur sur la fenêtre la plus large (-20, +20) et ce pour l'échantillon global. Ces CAR connaissent une forte croissance autour de la date d'annonce et demeurent positifs pendant la période post-acquisition. Le marché ne semble pas corriger post-annonce la tendance initiale. L'analyse des excès de rendement sur plusieurs fenêtres d'événement et des tests de significativité sont conduits sur les différentes phases observées du processus de marché (tableau 1). La nature des différentes réactions du marché à l'événement correspond à l'analyse par les investisseurs du contenu informationnel de chacune de ces phases.

Figure 1 – Rentabilités anormales cumulées sur la fenêtre d'évènement (- 20,+20 jours)



Sur la fenêtre (-20,-6), la création de valeur n'est pas significative, indiquant une absence d'anticipation de l'évènement par le marché. Pourtant, l'évènement résulte ici d'une décision prise par les dirigeants de l'initiatrice qui, selon le principe de rationalité en finance, devrait être partiellement anticipée par les investisseurs. En effet, selon Prabha-la (1997), tout évènement, dont la probabilité d'occurrence *ex ante* est strictement positive, conduit les investisseurs à l'anticiper partiellement. À l'approche de l'annonce de l'acquisition (-5,-1), les CAR sont positifs mais non significatifs. Leur amplitude semble indiquer que le marché anticipe partiellement l'évènement avec une opinion positive. À la date d'annonce, l'excès de rendement (0,83%) est significatif au seuil de 5% et indique une création de valeur instantanée au profit de l'acquéreur. Autour de l'annonce de l'opération d'acquisition, une forte réaction du marché est observée traduisant une importante création de valeur (2,38%) sans qu'elle ne soit statistiquement significative. Ainsi, le contenu informationnel véhiculé sur la période (-5,+5) induit des changements importants dans les prix des titres. Sur la période post-évènement (+6,+20), le marché maintient son opinion favorable vis-à-vis de l'opération d'acquisition et ne traduit pas une pression temporaire sur les prix. Il semble donc considérer que cette opération est source de synergie pour l'acquéreur.

Ces résultats rejoignent ceux obtenus par Bradley *et al.* (1988), Maquieira *et al.* (1998), Eckbo et Thorburn (2000) et Kohers et Kohers (2001). Dans le contexte français, les travaux de Charlety-Lepers et Sassenou (1994), Phélizon (2001) et Dumontier et Pécherot-Petit (2002) vont dans le même sens. Charlety-Lepers et Sassenou (1994)

montrent toutefois, d'une part, que l'essentiel de la création de valeur revient aux actionnaires de la cible et, d'autre part, que seules les OPA sont créatrices de valeur pour l'acquéreur. D'autres recherches aboutissent aux conclusions inverses (Franks *et al.*, 1991 ; Healy *et al.*, 1992 ; Schwert, 2000 ; Bradley et Sundaram, 2004 ; Campa et Hernando, 2006). Ces divergences doivent être nuancées du fait que la plupart des études montrant une destruction de valeur pour l'acquéreur portent sur des fusions ; dans le même temps, les opérations créatrices de valeur pour l'acquéreur sont pour l'essentiel des offres publiques avec des résultats différenciés selon le mode de paiement (Rau et Vermaelen, 1998).

Tableau 1 – *Création de valeur (CAR) pour l'acquéreur sur différentes fenêtres d'événement*

	Fenêtre d'événement	CAR	t-student
Anticipation par le marché (rumeurs, ramassage, franchissement de seuil ...)	(-20,-6)	0,21%	0,12
	(-5,-1)	1,50%	1,46
Réaction du marché à l'annonce	(0,0)	0,83%	1,81*
Zone de forte réaction du marché autour de l'annonce	(-5,+5)	2,38%	1,56
Comportement du marché post-annonce	(+6,+20)	0,80%	0,45

*, ** et *** désignent respectivement des seuils de significativité de 10%, 5% et 1%.

3.3.2. *Création de valeur pour l'actionnaire de contrôle*

L'analyse statistique (tableau 2), différenciée selon le critère de la propriété *ex ante* de l'initiateur, témoigne d'un cumul non significatif des rendements anormaux sur la période pré-offre (-20,-6) pour les deux profils d'acquéreurs. À l'approche de la date d'annonce (-5,-1), les investisseurs semblent anticiper l'occurrence de l'événement pour les AAC contrairement au cas des ANC. Pour autant, la différence de création de valeur n'est pas significative. À la date d'annonce, la création de valeur est significative pour les AAC sans que la différence de moyenne ne soit significative. Sur la fenêtre (-5,+5), une forte réaction du marché est observée pour les AAC et significativement différente au seuil de 1% de celle de l'ANC. La réaction des investisseurs traduit un contenu informationnel indiquant que l'initiateur détient une information privilégiée non reflétée dans les prix. Ces résultats sont conformes à ceux de Mikkelson & Ruback (1988), Holderness & Sheehan (1988),

Barclay & Holderness (1991), Eddey (1991) et Hanh et Shultz (2007). Enfin, les CAR sur la période (+5,+20) sont plus importants pour les ANC sans que cette différence ne soit significative. Dans les deux cas, il apparaît que le marché ne corrige pas son appréciation initiale par un phénomène de retour à la moyenne à court terme. Au total, il ressort que la création de valeur à court terme pour l'acquéreur est générée par les opérations de prise de contrôle où l'acquéreur est un AAC (validation de l'hypothèse H1).

Tableau 2 – Statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur et création de valeur à court terme (CAR)

Fenêtre d'événement	AAC N=20		ANC N=45		Test de comparaison de moyennes
	CAR	t-student	CAR	t-student	
CAR(-20,-6)	-1,38%	-0,73	0,87%	0,36	-0,92
CAR(-5,-1)	2,19%	2,01**	1,21%	0,87	0,53
CAR(0,0)	0,8%	1,645*	0,85%	1,36	-0,08
CAR(-5,5)	6,98%	4,36***	0,44%	0,21	2,55***
CAR(6,20)	0,14%	0,08	1,07%	0,44	-0,39

*, ** et *** désignent respectivement des seuils de significativité de 10%, 5% et 1%.

L'utilisation de la méthodologie de l'étude en temps événementiel, pour déterminer les rendements anormaux par rapport à une norme, présente certaines imperfections en cas d'anticipation par le marché de l'événement. Elle peut aussi confondre les effets de plusieurs événements (annonces de dividendes, de bénéfice, publication trimestrielle de chiffre d'affaires, annonces macroéconomiques...) sachant la difficulté à isoler l'événement, objet de l'étude. À cet effet, Bacmann (2001) note que « *l'événement doit être identifié précisément : c'est son unicité qui garantit l'interprétation des résultats. Qu'un autre événement soit couplé avec l'événement étudié, et l'interprétation se trouve modifiée* ». Par ailleurs, la sensibilité des CAR à la norme d'évaluation est moins marquée selon Brown et Warner (1985) et Rau et Vermaelen (1998) pour les études d'événement à court terme contrairement aux études à long terme. Dans le même ordre d'idées, Fama (1998) souligne qu'aucun modèle ne peut décrire les rendements attendus de façon parfaite. « (...) *l'utilisation de ces modèles génère des problèmes plus importants lors des études de rendements à long terme* ». Certains travaux utilisent le modèle d'évaluation des rendements normaux de Fama et French (1992, 1993) pour contrôler les facteurs taille et *book to market*. Des modèles alternatifs, tels que ceux de Ferguson et Shockley (2003)

et de Hahn et Lee (2006) proposent de contrôler des facteurs de risque liés aux effets conjoncturels (*spread* de taux, conditions du marché du crédit, etc.) pour expliquer les variations des rendements des actions. L'effet d'événements conjoncturels ou sectoriels ou même spécifiques, intervient de manière totalement différente d'une période à une autre et, donc, d'une opération d'acquisition à une autre. Une approche d'évaluation multifactorielle spécifiant certains facteurs de risque peut contribuer à améliorer la puissance des tests statistiques. De plus, une étude d'événement à double fenêtre d'estimation est en mesure d'intégrer le changement de profil de risque de l'acquéreur après le regroupement et de fournir une meilleure évaluation des CAR. Enfin et selon Lyon, Barber et Tsai (1998), ces études à court terme, bien documentées dans la littérature scientifique, ne capteraient pas la totalité des plus ou moins-values associées aux événements.

3.4. L'analyse de la performance à long terme des acquéreurs

Nous proposons à ce stade de l'étude une comparaison des performances à long terme du portefeuille des acquéreurs, issue de l'échantillon global de l'étude par rapport à deux benchmarks : le portefeuille du marché actions représenté par l'indice SBF250 et le portefeuille composé selon l'approche de Fama et French. Cette démarche méthodologique est inspirée de l'étude de Bradley et Sundaram (2004) sur le marché américain.

Pour ce faire, nous déterminons l'indice de valeur (désormais IV) pour ces trois portefeuilles au cours des dix ans d'étude qui mesure, à chaque instant, la valeur d'un euro investi en portefeuille sur la période d'étude (stratégie d'achat-conservation). La même analyse est conduite après avoir scindé l'échantillon global en deux sous-échantillons selon que l'acquéreur soit ou non actionnaire contrôlant de la cible préalablement à l'offre.

3.4.1. Évaluation de la performance des portefeuilles des acquéreurs

Dans cette perspective, nous avons procédé, mois par mois et durant toute la période d'étude (10 ans), à la création des portefeuilles d'acquéreurs selon la démarche suivante : si une firme réalise une acquisition à une date donnée, elle est ajoutée, le mois du lancement de l'offre, au portefeuille des acquéreurs du 01/10/1997. Ce portefeuille est ainsi reconstitué chaque mois (119 portefeuilles) sur l'ensemble de

la période d'étude (119 mois), si l'on assiste à une ou plusieurs acquisitions et comprend, donc, un nombre croissant de titres avec une taille de 65 titres en Août 2007. L'étape suivante consiste à déterminer, en données mensuelles, le rendement instantané du portefeuille global des acquéreurs (PGA) dont la composition est différente d'un mois à l'autre. Le rendement du PGA correspond au rendement des titres qui le composent pondéré par leur poids relatif en termes de capitalisation boursière (annexe 3).

Afin d'évaluer la performance du PGA, nous avons calculé l'IV qui, à un instant donné, est obtenu par la capitalisation des rendements mensuels du portefeuille comme suit :

Portefeuille global des acquéreurs :

$$IV \text{ PGA (1997-07)} = \prod_{m=1}^{119} (1 + RP_{n_m, m}), \text{ avec } n_m = n_1, n_2, \dots, n_{119}$$

Portefeuille des AAC :

$$IV \text{ PAAC} = \prod_{m=1}^{119} (1 + RP_{t_m, m}), \text{ avec } t_m = t_1, t_2, \dots, t_{119}$$

Portefeuille des ANC :

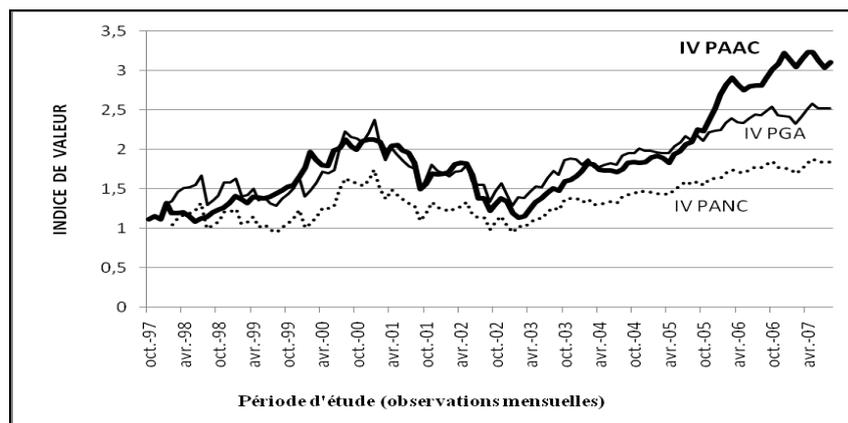
$$IV \text{ PANC} = \prod_{m=1}^{119} (1 + RP_{(n-t)_m, m}), \text{ avec } (n-t)_m = (n_1-t_1), (n_2-t_2), \dots, (n_{119}-t_{119})$$

Nous présentons, ci-après, l'évolution graphique de l'IV des différents portefeuilles d'acquéreurs sur la période d'étude. Nous adoptons ensuite une démarche de triangulation (source d'apprentissage différentiel), en conduisant parallèlement aux tests de significativité statistique des différences de moyenne de ces indices une évaluation de la performance de portefeuille selon l'indice de Sharpe (1964). Ce dernier détermine l'excès de rendement par unité de risque total de chaque portefeuille (PGA, PAAC, PANC).

La représentation graphique (figure 2) des différents indices de valeur du portefeuille d'acquéreurs témoigne d'une sous performance du PANC et indique dans le même temps que la performance la plus élevée revient au PAAC.

Figure 2 – Indice de valeur des différents portefeuilles

IV PAAC : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs actionnaires contrôlant la cible préalablement à l'offre. IV PANC : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs non contrôlant. IV PGA : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs de l'échantillon global.



Ce portefeuille est, selon les tests statistiques, celui qui dégage un différentiel de performance positif et statistiquement significatif au seuil de 1% par rapport au portefeuille PANC (tableau 3).

Tableau 3 - Analyse statistique des performances des différents portefeuilles d'acquéreurs

	IV PAAC	IV PANC
Performance moyenne (119 mois)	(1,872)***	(1,36)***
Test de comparaison de moyennes ⁵	(t-student) (8,49)***	

*, ** et *** désignent respectivement des seuils de significativité de 10%, 5% et 1%.

Il ressort, enfin, que l'excès de rentabilité moyenne à l'unité de risque total est le plus important pour ce même portefeuille (tableau 4).

⁵ Les tests non paramétriques (Wilcoxon-Mann-witney, Kruskal-Wallis) effectués sur les mêmes données aboutissent aux mêmes résultats et aux mêmes niveaux de significativité.

Tableau 4 – Indice de Sharpe

	PANC	PAAC	PGA
Rentabilité mensuelle moyenne en excès du taux sans risque	0,45%	0,80%	0,69%
Écart-type	6,48%	5,24%	6,38%
Indice de Sharpe	6,87	15,21	10,71

Nous en concluons que les trois analyses sont parfaitement convergentes et que le statut de contrôlant de l’acquéreur semble constituer un facteur fortement déterminant de la performance à long terme. Les données descriptives présentées plus haut montrent que le pourcentage du capital de la cible détenu par l’acquéreur post offre est d’environ 91% sur les deux sous-échantillons. Une telle situation peut impacter différemment la création de valeur à long terme suite à la procédure de garantie de cours en cas d’OPR selon que l’acquéreur soit un AAC par rapport aux ANC. Notons par ailleurs que ces résultats vont dans le même sens que ceux obtenus par l’étude de la création de valeur à court terme pour l’acquéreur présentés plus haut. Des tentatives d’explication sur l’analyse conjointe de la performance à court et à long terme seront exposées plus loin. Dans ce qui suit, nous allons comparer les performances des différents portefeuilles d’acquéreurs par rapport aux portefeuilles de référence dans le cadre d’une stratégie d’investissement en portefeuille de type achat-conservation.

3.4.2. Évaluation de la performance des portefeuilles de référence

Nous avons procédé au calcul des rendements mensuels du portefeuille de marché des actions, représenté par l’indice SBF250 sur l’ensemble de la période d’étude. Ces rendements capitalisés mensuellement sur cette même période permettent de fournir l’indice de valeur de ce portefeuille.

$$IV_{\text{SBF250},t} = \prod_{t=1}^T (1 + (R_{\text{SBF250},t}))$$

Le portefeuille de Fama et French qui contrôle la taille (capitalisation boursière) et le ratio *book to market* (BTM) est constitué d’un échantillon de contrôle formé de firmes qui n’ont pas réalisé d’acquisitions durant la période d’étude et qui sont comparables en termes de taille et de ratio BTM (Bradley et Sundaram, 2004). L’ensemble de ces entreprises est ensuite réparti sur six portefeuilles

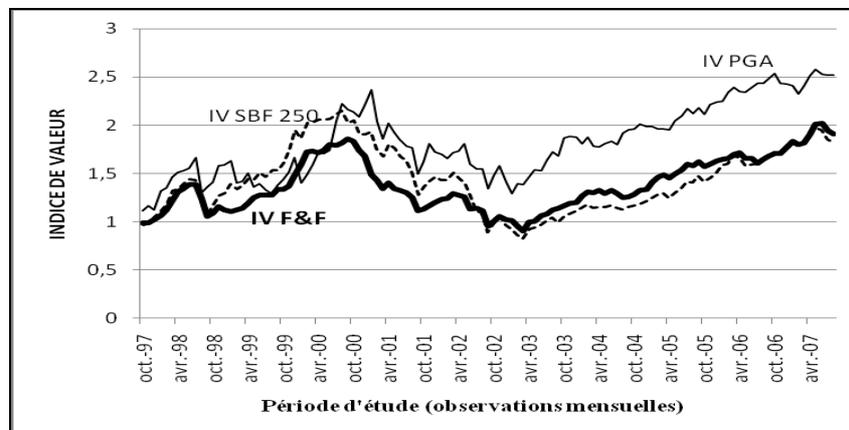
distincts : SL, SM, SH, BL, BM et BH. Chaque année, nous procédons à la reconstitution des six portefeuilles en prenant en compte l'évolution de la valeur de marché ainsi que celle des fonds propres (changement de profil de la firme) pour la détermination de la taille et du BTM de chaque firme. Le rendement mensuel de chaque portefeuille est obtenu à partir de la moyenne des rendements des titres le composant pondérés par leur capitalisation boursière. Le rendement du portefeuille de Fama et French est déterminé à partir des rendements équipondérés des six portefeuilles. Ces rendements mensuels sont capitalisés tout au long de la période pour fournir l'indice de valeur du portefeuille :

$$IV_{F\&F,t} = \prod_{t=1}^T (1 + (R_{F\&F,t}))$$

3.4.3. Performance des portefeuilles d'acquéreurs et des portefeuilles de référence

La figure 3 présentée ci-après superpose les IV du portefeuille de marché, du portefeuille de Fama et French et du PGA.

Figure 3 – Indice de valeur des différents portefeuilles



L'analyse graphique est suivie de tests de significativité statistique des différences de moyennes entre les différents indices de valeur (tableau 5).

Tableau 5 – Comparaison statistique de la performance des portefeuilles d'acquéreurs et des benchmarks

IV PAAC : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs, actionnaires contrôlant de la cible préalablement à l'offre. IV PANC : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs non contrôlant de la cible préalablement à l'offre. IV PGA : Indice de valeur du portefeuille d'acquéreurs de l'échantillon global. IV SBF250 : Indice de valeur du portefeuille du marché. IV F&F : Indice de valeur des portefeuilles de Fama & French.

	Performance moyenne (119 mois)	Test de comparaison de moyennes ⁶
IV PGA	1,83***	8,26***
IV SBF250	1,44***	
IV PGA	1,83***	10,18***
IV F&F	1,19***	
IV PAAC	1,872***	6,23***
IV SBF250	1,44***	
IV PAAC	1,872***	8,01***
IV F&F	1,19***	
IV PANC	1,36***	2,13**
IV SBF250	1,44***	
IV PANC	1,36***	0,85
IV F&F	1,19***	

*, ** et *** désignent respectivement des seuils de significativité de 10%, 5% et 1%.

Dans le même temps, l'évaluation de la performance des différents portefeuilles objet de l'étude est développée à travers l'indice de Sharpe (tableau 6).

Tableau 6 – Indice de Sharpe et performance des portefeuilles

	PANC	PAAC	PGA	Porte- feuille de Fama et French	Porte- feuille SBF250
Rentabilité mensuelle moyenne en excès du taux sans risque (en %)	0,45	0,80	0,69	0,33	0,36
Écart-type (en %)	6,48	5,24	6,38	4,36	5,42
Indice de Sharpe	6,87	15,21	10,71	7,63	6,55

⁶ Les tests non paramétriques (Wilcoxon-Mann-Whitney, Kruskal-Wallis) aboutissent aux mêmes résultats et aux mêmes niveaux de significativité.

Enfin, nous régressons les rendements des différents portefeuilles d'acquéreurs sur les rendements des différents portefeuilles de référence (tableau 7).

Tableau 7 – Régression des rentabilités des portefeuilles d'acquéreurs sur le rendement des portefeuilles de référence

PAAC : portefeuilles d'acquéreurs actionnaires contrôlants. PANC : portefeuille d'acquéreurs non contrôlant. PGA : portefeuilles d'acquéreurs de l'échantillon global.

	Rendement PGA		Rendement PAAC		Rendement PANC	
Constante	0,005 1,09	0,006 1,14	0,008 1,84*	0,008 1,76*	0,003 0,66	0,005 0,81
Portefeuille de marché (SBF 250)	0,75 9,01***		0,53 7,16***		0,79 9,71***	
Portefeuille de Fama- French		0,56 4,55***		0,49 4,92***		0,57 4,59***
N	119	119	119	119	119	119
Durbin- Watson	2,21	2,22	1,85	1,76	2,19	2,24
r ² ajusté	0,41	0,14	0,30	0,17	0,44	0,15
F (Fisher)	81,19	20,73	51,36	24,17	94,31	21,03

Le graphique 5 montre que l'IV du PGA reproduit les mêmes tendances que celui des portefeuilles de référence en raison de son profil diversifié, avec un effet d'amplification ou décalage haussier visuellement important. Ce constat est confirmé par les tests statistiques indiquant une différence de moyenne significativement positive au seuil de 1%, ainsi que par un indice de Sharpe plus élevé pour le portefeuille PGA par rapport à ces benchmarks. La stratégie d'investissement dans le PGA surperforme donc celle des portefeuilles de référence.

Par ailleurs, la plus faible performance est obtenue avec le portefeuille PANC et la plus forte performance est celle du PAAC. De plus, l'indice de Sharpe indique en particulier que ce dernier est non seulement celui qui dégage l'excès de rentabilité à l'unité de risque le plus élevé mais aussi le risque total le plus faible par rapport à tous les portefeuilles objet de cette étude. Ce dernier résultat pose la question du profil de risque à long terme des acquéreurs tel qu'il est perçu par le marché et qui, d'un point de vue managérial, doit s'apprécier par rapport à la capacité d'intégration de la cible par l'acquéreur.

Enfin, et dans le but de tester la robustesse des résultats présentés plus-haut, nous avons régressé les rendements des différents portefeuilles d'acquéreurs sur le rendement des portefeuilles de référence. Nous constatons le caractère défensif et moins risqué de ces portefeuilles, signe d'une atténuation des variations des rendements des portefeuilles de référence avec une performance supérieure pour les portefeuilles PGA et PAAC. Le PAAC est, conformément à l'analyse de Sharpe, celui qui dégage le risque systématique le plus faible et la performance la plus élevée (α de Jensen positif et significatif au seuil de 5%). Cette surperformance associée à un risque moins élevé rend les portefeuilles d'acquéreurs (PGA et PAAC) plus efficaces dans une logique de gestion de portefeuille (Sharpe, 1964). Ce dernier résultat doit être nuancé dans la mesure où, en référence à la critique de Roll (1977), il est conditionné par le choix du *benchmark* de performance. La surperformance de l'AAC peut s'expliquer notamment par l'attribution des gains de synergie à ce dernier (décote dans le prix d'offre selon Grossman et Hart, 1980), expropriant par là les minoritaires. Ce statut de contrôlant peut néanmoins générer des effets négatifs synonymes de réduction des bénéfices privés. D'abord, le contrôlant supporte le coût de transformation des ressources en bénéfices privés lié aux options d'expropriation des minoritaires (Burkart et Panunzi, 2006). Les minoritaires peuvent alors anticiper ce risque et l'appréhender dans leur propre évaluation ce qui affecte la performance de l'acquéreur. À cet effet, la forte réaction du marché avant l'offre traduit notamment sa capacité à anticiper que l'acquéreur bénéficiera de bénéfices privés (Zingales, 1994). De plus, ce statut de contrôlant peut engendrer une atténuation des gains qu'il retire de l'opération en raison du coût de détention de bloc d'actions dû à « l'effet de désaccord » ou encore à l'interaction non coopérative avec les autres contrôleants, qui engendre une réduction des bénéfices privés (Maury et Pajuste, 2002). Enfin, l'arsenal réglementaire visant à protéger les minoritaires rend les offres publiques plus coûteuses et permet ainsi de réguler la gouvernance, consubstantielle à la notion de conflit.

Les résultats de l'étude de la performance à long terme des acquéreurs sont en conformité avec ceux obtenus par Bradley et Sundaram (2004), sur le marché américain entre 1990 et 2000. Nos résultats valident ainsi l'hypothèse H2 et permettent de conclure que les acquisitions conduisent à la performance à long terme. Ils rejoignent par ailleurs ceux de Loughran et Vijh (1997), de Rau et Vermaelen (1998) et de André et al. (2004). Ces études témoignent toutefois d'une performance à long terme positive essentiellement pour les acquisitions par voie

d'offre publique. La méthodologie utilisée dans le cadre de notre étude, pour l'évaluation à long terme de la performance du portefeuille des acquéreurs, apporte une meilleure réponse au biais de mesure par rapport à celle des CAR mais elle se heurte à deux problèmes. Le premier est le biais du survivant, malgré l'évolution de l'échantillon des acquéreurs dans le temps parallèlement à celui du marché. Le second est le biais d'asymétrie en termes de rendement par rapport aux portefeuilles de référence (Bradley et Sundaram, 2004). Notre étude présente aussi la limite de ne pas exclure du portefeuille des acquéreurs les titres ayant été détenus pendant trois ans.

L'étude d'André et al. (2004) réalisée sur le marché canadien (1980-2000) et intégrant le *book to market* (BTM) comme critère de différenciation montre que les acquéreurs de type *value* surperforment les acquéreurs de type croissance (*glamour*). Rau et Vermaelen (1998) adoptent la même démarche sur le marché américain et soulignent la faible performance post-acquisition des acquéreurs à faible *book-to-market* (*glamour*). Les auteurs interprètent ce résultat, identique à celui trouvé par Sudarsanam et al. (2003), comme découlant d'une extrapolation par le marché des performances passées de ce type de profil d'entreprise. Notre étude souligne à cet effet (voir statistiques descriptives en annexe 2) que le *book-to-market* des acquéreurs au statut de contrôlant est supérieur à celui des acquéreurs non contrôlant. Ce constat semble aller dans le même sens que les travaux cités précédemment. Les travaux de littérature aboutissant à des performances à long terme négatives de l'acquéreur indiquent qu'il s'agit d'opérations de type fusion (Agrawal et al., 1992 ; Loughran et Vijh, 1997 ; Rau et Vermaelen, 1998 ; Kohers et Kohers, 2001). En France, l'étude de Pécherot-Petitt (2000) traitant de la performance sur longue période des acquéreurs impliqués dans une acquisition par voie d'offre publique (entre 1977 et 1993), et utilisant la méthode BHAR, révèle que ces acquéreurs enregistrent une destruction de valeur de (-25,41%). Cette performance est toutefois positive mais non significative (3,3%) pour les firmes acquéreuses de grande taille.

Au final, les résultats de notre étude témoignent d'une bonne performance à court terme de l'AAC. L'analyse de la performance à long terme des acquéreurs atteste que les portefeuilles d'acquéreur battent les différents *benchmarks*. Cette surperformance est plus marquée pour le PAAC par rapport à tous les autres portefeuilles. Ces résultats peuvent donc servir de support pour les gestionnaires de fonds.

En dehors du critère du statut de contrôlant de l'acquéreur, d'autres facteurs peuvent expliquer cette surperformance, telles que la forme du rapprochement et la proximité sectorielle (Eckbo, 1983 ; Maquiera et al., 1998) et la maturité des acquéreurs et leurs expériences dans le domaine de l'acquisition (Bradley et Sundaram, 2004).

Notre étude met en évidence la convergence entre les conclusions de l'étude de la performance à court terme et celles relatives à la performance à long terme. Faut-il conclure que la réaction du marché à court terme constitue une bonne anticipation par les investisseurs de la performance à long terme des acquéreurs et du caractère prospectif de la stratégie d'acquisition? Sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers, les rendements anormaux observés lors d'une opération d'acquisition doivent correspondre à la valeur actuelle des synergies attendues à long terme, ce qui traduit la capacité du marché à anticiper les perspectives post-acquisitions. L'étude de Pécherot-Petit (2000) apporte un appui à la question du caractère prédictif du marché, qui souligne que ce dernier est capable d'anticiper, dans 70% des cas, la création ou la destruction de valeur, mais n'est pas en mesure de quantifier cet impact. Nos résultats semblent aller dans le même sens ; toutefois, les méthodologies de l'étude d'événement à court terme et de la performance à long terme des acquéreurs sont très différentes ce qui limite leur mise en équivalence.

Conclusion

Dans ce travail, nous nous sommes interrogés sur la capacité de l'acquéreur à créer de la valeur à court et à long terme, question qui, contrairement à celle relative à la création de valeur pour la cible, demeure non tranchée par la littérature et continue par conséquent à nourrir la controverse à ce sujet. L'étude simultanée de la performance à court terme et celle de la performance à long terme se justifie par le fait que la création de valeur pour l'acquéreur renforce l'hypothèse de l'anticipation d'effets de synergie par les investisseurs post-acquisition.

Cette étude se focalise sur l'incidence du statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur sur la performance à court et à long terme. De nombreux développements relatifs aux opérations de regroupement montrent que ce statut d'actionnaire contrôlant est à la base du processus stratégique de la firme en matière d'acquisition.

Nous avons effectué une étude d'événement afin d'évaluer les excès de rentabilité à court terme pour l'acquéreur dus à l'opération

d'acquisition, ainsi que étude longitudinale afin d'évaluer la performance à long terme du portefeuille des acquéreurs par rapport à différents benchmarks. Les résultats empiriques témoignent d'une création de valeur à court terme pour l'acquéreur autour de l'annonce d'événement. Par ailleurs, ils mettent en évidence que le statut d'actionnaire contrôlant de l'acquéreur constitue un facteur différenciateur significatif de la création de valeur aussi bien à court terme qu'à long terme. Ainsi, ce statut constitue un signal positif concernant les gains futurs, tels qu'ils sont anticipés par les investisseurs, et le faible degré d'incertitude relatif au processus d'intégration post acquisition.

Cette étude comporte néanmoins certaines limites relatives à la taille de l'échantillon des entreprises acquéreuses au regard des études effectuées dans d'autres contextes. Par ailleurs, la pertinence de la méthodologie des études d'événements continue à susciter des débats et des discussions dans la littérature, bien que ces études soient assez peu sensibles à la norme d'évaluation sur un horizon court terme, contrairement aux études à long terme. Enfin, le choix des *benchmarks* conditionne l'objectivité de l'évaluation et du classement de la performance à long terme du portefeuille des acquéreurs.

Bibliographie

Agrawal A., Jaffe J. et Mandelker G., 1992, « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: a Re-Examination of an Anomaly », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1605-1621.

Agrawal A. et Jaffe J., 2000, « The Post Merger Performance Puzzle », *JAI Series: Advances in Mergers and Acquisitions*, p. 7-41.

Amihud Y. et Lev B., 1981, « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *Bell Journal of Economics*, vol. 12, n° 2, p. 605-617.

André P., Kooli M. et L'Her J. F., 2004, « The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market », *Financial Management*, vol. 33, n° 2, p. 27-43.

Barber B. et Lyon J., 1997, « Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, n° 3, p. 341-372.

Barclay M. et Holderness C., 1991, « Negotiated Block Trades and Corporate Controls », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 3, p. 861-878.

- Bacmann J. F., 2001. « Analyse d'évènement et dépendances temporelles des rentabilités boursières », *Thèse de doctorat*, Université de Neuchâtel.
- Berkovitch E. et Narayanan M., 1993, « Motives for Takeovers: An Empirical Investigation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, n° 3, p. 347-362.
- Bessière V., 1999, « Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies », *Finéco*, vol. 9, n° 1, p. 21-42.
- Betton S. et Eckbo B., 2000, « Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers », *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 4, p. 841-882.
- Bloch F. et Hege U., 2001, « Multiple Shareholders and Control Contests », *Working Paper*, Greqam.
- Bradley M., Desai A. et Kim E., 1988, « Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n° 1, p.3-40.
- Bradley M. et Sundaram A., 2004, « Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions? », *Working Paper*, Social Science Research Network.
- Bris A., 2001 « Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Being Acquired », *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 3, p. 227-253.
- Brown S. et Warner J., 1985 « Using Daily Stock Returns: the Case of Event Studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n° 1, p. 3-31.
- Bulow J., Ming Huang M. et Klemperer P., 1999, « Toeholds and Takeovers », *Journal of Political Economy*, vol. 107, n° 3, p. 427-454.
- Burkart M. et Panunzi F., 2006, « Takeovers », *ECGI Working Paper Series in Finance*, n°118/2006.
- Campa J.M. et Hernando I., 2006, « M&As Performance in the European Financial Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n° 12, p. 3367-3392.
- Charlety-Lepers P. et Sassenou M., 1994, « L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français », *Revue économique*, vol. 45, n° 3, p. 625-638.
- Claessens S., Djankov S. et Lang L., 2003, « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, n° 2, p. 81-112.
- Dumontier P. et Pecherot-Petitt B., 2002, « Determinants of Returns of Acquiring Firms around Tender Offer Announcements: Evidence from

- French Control-Oriented and Parent-Subsidiary Offers », *Working paper*, Social Science Research Network.
- Eckbo B., 1983, « Mergers and the Market for Corporate Control: the Canadian Evidence », *Canadian Journal of Economics*, vol. 19, n° 2, p. 236-260.
- Eckbo B. et Thorburn K., 2000, « Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisition in Canada », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 1, p. 1-25.
- Eddey P. 1991, « Corporate Raiders and Takeover Targets », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 18, n° 2, p. 151-71.
- Faccio M. et Lang L., 2002, « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Fama E., 1998, « Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 3, p. 283-306.
- Fama E., Fisher L., Jensen M. et Roll R., 1969, « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21.
- Fama E. et French K., 1992, « The Cross-Section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, p. 427-465.
- Fama E. et French K., 1993, « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n° 1, p. 3-56
- Ferguson M. et Shockley R., 2003, « Equilibrium Anomalies », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, p. 2549-2581.
- Fishman M., 1988, « A Theory of Preemptive Takeover Bidding », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, n° 1, p. 88-101.
- Franks J., Harris R. et Titman S., 1991, « The Post Merger Share Price Performance of Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 29, n° 1, p. 81-96.
- Goergen M. et Renneboog L., 2004, « Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Crossborder Takeover Bids », *European Financial Management*, vol. 10, n° 1, p. 9-45.
- Grossman S. et Hart O., 1980, « Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, vol. 11, n° 1, p. 42-84.
- Hamza T., 2007, « Les déterminants de la création de valeur pour l'acquéreur dans le contexte français de 1997 à 2005 », *Revue Française de Gestion*, vol. 33, n° 176, p. 35-52.

- Hahn J. et Lee H., 2006, «Yield Spread as Alternative Risk Factors for Size and Book to Market », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 4, n° 2, p. 245-269.
- Hanh T. et Shultz E., 2007, « Toeholds and the Bidder Shareholder Wealth Effects of Takeover Announcements », *Australian Journal of Management*, vol. 32, n° 2, p. 315-344.
- Hayward M. et Hambrick D., 1997, « Explaining the Premium Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris », *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, n° 1, p. 103-127.
- Healy P., Palepu K. et Ruback R., 1992, « Does Corporate Performance Improve after Mergers? », *Journal of Financial Economics*, vol. 31, n° 2, p. 135-175.
- Hirshleifer D. et Titman S., 1990, « Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, p. 295-324.
- Holderness C. et Sheehan D., 1988, « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, p. 317-46.
- Husson B., 1988, « Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires? », *Finance*, vol. 9, n° 2, p. 35-56.
- Jensen M., 1986, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-339.
- Jensen M., 1988, « Takeovers: Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 21-48.
- Jensen M., 2004, « The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance », *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.
- Jensen M. et Ruback R., 1983, « The Market for Corporate Control, the Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, p. 5-50.
- Kohers N. et Kohers T., 2001, « Takeovers of Technology Firms: Expectations vs. Reality », *Financial Management*, vol. 30, n° 3, p. 35-54.
- La Porta R., López De Silanes F. et A. Shleifer, 1999, « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.
- Leland H. et Pyle D., 1977, « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 371-387.

- Loughran T. et Vijh A.M., 1997, « Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? », *Journal of Finance*, vol. 52, n°5, p. 1765-90.
- Lyon J., Barber B. et Tsaiu C., 1999, « Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 1, p. 165-201.
- Martin K. et McConnell J., 1991, « Corporate Performance, Corporate Takeovers and the Management Turnover », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, p. 671-688.
- Marris R., 1964, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, McMillan.
- Maquieira C., Megginson W. et Nail L., 1998, « Wealth Creation versus Wealth Redistribution in Pure Stock-for-Stock Mergers », *Journal of Financial Economics*, n° 48, n° 1, p. 3-33.
- Maury B. et A. Pajuste, 2002, « Multiple Large Shareholders and Firm Value », *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n° 7, p. 1813-1834.
- Mikkelson W. et Ruback R.S., 1985, « An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n°4, p. 523-553.
- Moeller S., Schlingemann F. et Stulz R., 2004, « Firm Size and the Gains from Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 73, n° 2, p. 201-228.
- Moeller S., Schlingemann F. et Stulz R., 2005, « Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave », *Journal of Finance*, vol. 73, n° 2, p. 757-782.
- Mougeot M. et Naegelen F., 1991, « Malédiction du vainqueur et rationalité économique », *Revue Economique*, vol. 42, n° 1, p. 29-50.
- Pécherot-Petitt B., 2000, « La performance sur longue période des acquéreurs français », *Banque & Marchés*, n° 46, p. 31-39.
- Perdreau F., 1998, « Désengagements et recentrage en France : 1986-1992 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, p. 137-165.
- Phélizon C., 2001, « L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif d'acquisition », *Revue d'économie financière*, n° 61, p. 139-151.
- Prabhala N., 1997, « Conditional Methods in Event Studies and an Equilibrium Justification for Standard Event-Study Procedures », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 1, p. 1-38.
- Raffournier B., 1984, « Modèle d'évaluation de la prime des offres publiques d'achat et d'échange », *Thèse de doctorat*, Université des sciences-sociales de Grenoble II.

- Rau R. et Vermaelen T., 1998, « Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 2, p 223-253.
- Roll R., 1977, « A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests », *Journal of Financial Economics*, vol. 4, n° 2, p. 129-176.
- Roll R., 1986, « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business*, vol. 59, n° 2, p. 197-216.
- Saint Pierre J., 1983, « L'offre d'achat, la prime de contrôle et les actionnaires minoritaires », *Finance*, vol. 4, n°1.
- Schwert G., 2000, « Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 6, p. 2599-2640.
- Sharpe W., 1964, « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk », *Journal of Finance*, vol.19, n° 3, p. 425-442.
- Shleifer A. et Vishny, R., 1986, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.
- Shleifer A. et Vishny, R., 1989, « Managerial Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, p. 123-39.
- Shleifer A., et R. Vishny, 2003, « Stock-market Driven Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol.70, n° 3, p. 295-312.
- Singh R., 1998, « Takeover Bidding with Toeholds: The Case of the Owner's Curse », *Review of Financial Studies*, vol. 11, n° 4, p. 679-704.
- Sudarsanam S., Mahate A. et Limmack R., 2003, « Glamour Acquirers, Methods of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence: Discussion », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, n° 1/2, p. 299-342.
- Zingales L., 1994, « The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience », *Review of Financial Studies*, vol. 7, n° 1, p. 125-48.

Annexe 1 – Création de valeur à court et à long terme pour l'acquéreur

Auteurs	Période d'étude	Échantillon	Résultats
Création de valeur à court terme pour l'acquéreur			
Eckbo et Langohr (1985)	1964-83	1930	SP
Asquith et al. (1983)	1963-79	211	SP
Bradley et al. (1988)	1963-84	236	SP
Charlery-Lepers et Sassenou (1994)	1985-88	80 (C et A)	p
Dumontier et Humbert (1996)	1977-92	47	P
Maquieira et al. (1998)	1963-96	47	SP
Bessière (1999)	1991-97	41	SP
Eckbo et Thorburn (2000)	1964-83	1846	P
Pécherot-Petitt (2000)	1977-93	80	P
Phélizon (2001)	1991-97	49	SP
Kohers et Kohers (2001)	1987-96	3268	SP
Moeller et al. (2003)	1980-01	12023	P
Dumontier et Pécherot-Petitt (2002)	1980-00	101	SP
Destruction de valeur à court terme pour l'acquéreur			
Lang et al. (1989)	1968-86	87	NS
Frank et al. (1991)	1975-84	399	SN
Healy et al. (1992)	1979-84	50	SN
Bannerjee et Owers (1992)	1978-87	57	SN
Maquieira et al. (1998)	1963-96	55	SN
Schwert (2000)	1975-91	2296	SN
Raj et Forsyth (2003)	1990-98	22	SN
Moeller et al. (2004)	1998-01	12023	SN
Bradley et Sundaram (2004)	1990-00	12476	N
Goergen et Renneboog (2004)	1993-00	187	NS
Moeller et al. (2005)	1980-01	12023	SN
Campa et Hernando (2006)	1998-02	244	SN

Annexe 1 – Suite

Auteurs	Période d'étude	Echantillon	Résultats
Création de valeur à long terme pour l'acquéreur			
Lorderer et Martin (1992)	1966-86	1298	P
Loughran et Vijh (1997)	1970-89	100	P
Rau et Vermaelen (1998)	1980-91	348	P
Higson et Elliott (1998)	1975-90	722	P
Bradley et Sundaram (2004)	1990-00	12476	SP
André et al. (2004)	1980-00	267	SP
Destruction de valeur à long terme pour l'acquéreur			
Malatesta (1983)	1969-74	255	SN
Franks et al. (1991)	1975-84	399	N
Agrawal et al. (1992)	1955-87	765	SN
Loughran et Vijh (1997)	1970-89	434	SN
Gregory (1997)	1984-92	452	SN
Mitchell et Stafford (1998)	1961-93	2767	N
Rau et Vermaelen (1998)	1980-91	3968	SN
Pécherot-Petitt (2000)	1977-93	80	SN
Kohers et Kohers (2001)	1984-95	304	SN
Ferris et Park (2001)	1990-93	56	SN
Megginson et al. (2002)	1977-96	204	SN
Sudarsanam et al. (2003)	1983-95	519	SN
Moller et al. (2003)	1980-01	12023	SN

Annexe 2 – Statistiques descriptives

AAC : acquéreur actionnaire contrôlant- AAC : acquéreur non contrôlant- TAC/TAA: rapport des tailles (total des actifs) de la cible et de l'acquéreur en valeur comptable – VMC/VMA : rapport des valeurs totales de marché (Fonds propres + dettes) de la cible et de l'acquéreur– FPC/FPA : rapport des valeurs comptables des fonds propres de la cible et de l'acquéreur - BTMA : *book to market* de l'acquéreur - BTMC : *book to market* de la cible –TMRCA: taille relative (cible/acquéreur) en valeur de marché - BTMA/BTMC : rapport des BTM acquéreur/cible – PARTPREA : participation préalable de l'acquéreur dans le capital de la cible.

	Moyenne	Médiane	Ecart type
ECHANTILLON GLOBAL			
TAC/TAA	0,842	0,483	1,166
TMRCA	0,846	0,419	1,042
FPC/FPA	1,013	0,508	1,558
VMC/VMA	0,932	0,418	1,352
BTMA	0,550	0,409	0,472
BTMC	0,626	0,444	0,706
BTMA/BTMC	1,669	0,902	2,930
PARTPREA	0,095	0,000	0,158
SOUS ECHANTILLON DES AAC			
TAC/TAA	0,758	0,525	0,949
TMRCA	0,794	0,394	1,001
FPC/FPA	0,971	0,571	1,226
VMC/VMA	0,902	0,300	1,484
BTMA	0,501	0,390	0,490
BTMC	0,650	0,422	0,809
BTMA/BTMC	1,488	0,787	2,383
PARTPREA	0,34	0,33	0,10
SOUS ECHANTILLON DES ANC			
TAC/TAA	1,031	0,426	1,563
TMRCA	0,962	0,527	1,149
FPC/FPA	1,108	0,349	2,164
VMC/VMA	0,998	0,667	1,025
BTMA	0,660	0,713	0,419
BTMC	0,574	0,455	0,402
BTMA/BTMC	2,077	1,101	3,938
PARTPREA	0,003	0,00	0,0013

Annexe 3 – Calcul de la rentabilité du portefeuille

$$RP_{n_m,m} = \frac{\sum_{i=1}^{n_m} R_{i,m} * CB_{i,m}}{\sum_{i=1}^n CB_{i,m}}$$

Avec, n_m : $n_1 \neq n_2 \neq \dots \neq n_{119}$: nombre de titres du portefeuille du mois m. (119 portefeuilles).
 m : 1, ... ,119 : nombre d'observations mensuelles.
 $R_{i,m}$: rentabilité en capitalisation continue de l'action i au mois m.
 $CB_{i,m}$: Capitalisation boursière de l'acquéreur i au mois m.
 RP_{n_m} : rentabilité d'un portefeuille à n titres de l'échantillon global au mois m.
 La rentabilité des deux portefeuilles peut s'écrire comme suit :

$$RP_{t_m,m} = \frac{\sum_{j=1}^{t_m} R_{j_m,m} * CB_{j_m,m}}{\sum_{j=1}^{t_m} CB_{j_m,m}} \quad \text{et} \quad RP_{(n-t)_m,m} = \frac{\sum_{k=1}^{(n-t)_m} R_{k_m,m} * CB_{k_m,m}}{\sum_{k=1}^{n-t} CB_{k_m,m}}$$

$$RP_{n_m,m} = \frac{\sum_{j=1}^{t_m} CB_{j_m,m} * RP_{j_m,m} + \sum_{k=1}^{(n-t)_m} CB_{k_m,m} * RP_{k_m,m}}{\sum_{i=1}^n CB_{i_m,m}} \quad \text{et} \quad \sum_{i=1}^n CB_{i_m,m} =$$

$$\sum_{j=1}^t CB_{j_m,m} + \sum_{k=1}^{n-t} CB_{k_m,m}$$

Avec, t : nombre de titres issus de l'échantillon des acquéreurs, actionnaires contrôlants de la cible (AAC) préalablement à l'offre au mois m.
 $(n-t)$: nombre de titres issus de l'échantillon des acquéreurs non contrôlants (ANC) préalablement à l'offre au mois m.
 $RP_{j_m,m}$: rentabilité en capitalisation continue de l'action j au mois m.
 $RP_{k_m,m}$: rentabilité en capitalisation continue de l'action k au mois m.
 $CB_{j_m,m}$: Capitalisation boursière de l'acquéreur j au mois m.
 $CB_{k_m,m}$: Capitalisation boursière de l'acquéreur k au mois m.
 $RP_{t_m,m}$: rentabilité d'un portefeuille à t titres de l'échantillon ANPCC au mois m.
 $RP_{(n-t)_m,m}$: rentabilité d'un portefeuille à (n-t) titres de l'échantillon APCC au mois m.
 La performance globale du portefeuille des acquéreurs peut aussi être déterminée comme suit :
 Performance globale = PAm1/119 mois + PAm2/118 mois ++ PAm119/1 mois.
 Avec :
 PAm1/119 mois : performance du mois 1 sur 119 mois.
 PAm1/118 mois : performance du mois 2 sur 118 mois.
 PAm1/1 mois : performance du mois 119 sur 1 mois.