

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture  
et Gouvernance des Organisations (LEG- Université de Bourgogne)

Cahier du FARGO n° 1040602

**Etude des déterminants de la prime d'acquisition d'un bloc de contrôle :  
le cas français**

**Alain SCHATT** (*LEG/FARGO Dijon*)\*

**Thierry ROY** (*Université de Franche-Comté*)

**Résumé.**

Dans ce travail, nous vérifions si la prime payée lors de l'acquisition d'un bloc de contrôle dépend de la taille de ce dernier et de la détention préalable d'actions de l'entreprise par l'acquéreur du bloc. Nous testons nos hypothèses sur un échantillon de 80 opérations réalisées en France entre 1996 et 2002. Nos résultats montrent que la taille du bloc acquis a une incidence sur la prime payée par les acquéreurs. Par ailleurs, nous constatons qu'il y a lieu d'étudier séparément les opérations effectuées par les actionnaires possédant déjà une fraction des actions de l'entreprise et celles effectuées par de nouveaux actionnaires.

**Mots clés.**

Bloc de contrôle – Prime de contrôle – Identité des actionnaires.

**\*Correspondance.**

Alain Schatt  
UFR SJEFG  
Avenue de l'observatoire  
25030 Besançon cedex

Tél : 03 81 66 67 69

e-mail : alain.schatt@univ-fcomte.fr

---

Les auteurs remercient les participants du séminaire du PRISM (Paris 1) et du congrès de Juricomptabilité et de Gouvernance de Montréal pour leurs commentaires et suggestions constructives, mais les auteurs restent, bien évidemment, seuls responsables de toutes les imperfections qui subsistent.

## **Etude des déterminants de la prime d'acquisition d'un bloc de contrôle : le cas français**

Dans un travail récent, Faccio et Lang (2002) rappellent que l'actionnariat des entreprises d'Europe de l'Ouest, en particulier en France, apparaît très concentré comparativement à celui des entreprises américaines. Cette différence significative en matière de structure de propriété des entreprises devrait conduire les chercheurs à analyser les relations qu'entretiennent les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires en Europe (Shleifer et Vishny, 1997).

Dans les faits, la concentration de l'actionnariat, qui caractérise bon nombre d'entreprises françaises, peut s'opérer de diverses façons. Pour détenir un bloc de contrôle, les investisseurs peuvent « ramasser » des actions en bourse, ou lancer une offre publique d'achat ou d'échange, ou acquérir un bloc de contrôle. Dans ce travail, nous nous focalisons sur cette dernière modalité d'acquisition d'une fraction du capital des entreprises.

Une telle opération, conclue entre un vendeur et un acheteur de bloc de contrôle, peut avoir deux effets sur la structure de propriété des entreprises. Premièrement, si l'acheteur ne détient pas d'actions préalablement à l'opération, il n'y a pas de modification de la concentration de l'actionnariat de l'entreprise, mais simplement une modification de l'identité du détenteur de bloc de contrôle. Deuxièmement, si l'acheteur détient des actions préalablement à l'opération, alors la cession du bloc entraîne une plus forte concentration de l'actionnariat de l'entreprise.

Quelle que soit la situation préalable de l'acheteur, une telle opération est le résultat d'une négociation privée entre les deux protagonistes et, fait intéressant, des études américaines (Barclay et Holderness, 1991) montrent que les acquéreurs d'un bloc paient généralement une prime aux cédants du bloc pour réaliser cette opération. Cette prime correspond à la différence entre le prix payé par l'acquéreur et le cours de bourse de l'entreprise avant l'annonce de la transaction. Dans ce travail, nous posons les questions suivantes. Quels sont les déterminants de cette prime ? Peut-on expliquer la prime par la taille du bloc acquis ? Est-ce que la détention préalable d'actions par l'acquéreur du bloc a une incidence sur la prime payée ?

La taille du bloc devrait avoir un effet sur la prime payée pour deux raisons. D'une part, lorsque les investisseurs achètent une fraction plus élevée d'actions, il devient alors plus aisé de réaliser des gains (privés ou non) après l'opération. D'autre part, la taille du bloc conditionne également l'investissement à réaliser par l'acquéreur et donc la rentabilité de l'opération, qui est mesurée classiquement par la valeur actuelle nette (VAN) du projet. Ces deux arguments nous conduisent à postuler qu'il existe une relation curvilinéaire entre la taille du bloc cédé et la prime payée par l'acquéreur.

Pour vérifier cette hypothèse, et pour tenir compte du cadre réglementaire (aspect institutionnel), nous étudions également l'impact des opérations réalisées ultérieurement par les acquéreurs. En fait, le législateur français contraint les acquéreurs d'un bloc de contrôle à proposer aux autres actionnaires d'acheter leurs titres dans les mêmes conditions que celles proposées aux cédants des blocs de contrôle. Cette obligation a pour objet de faire respecter le principe d'égalité de traitement des actionnaires.

La détention d'actions préalablement à l'acquisition du bloc de contrôle devrait également avoir un impact sur la prime payée. En fait, les anciens actionnaires, qui détenaient des actions préalablement à l'opération, ont déjà accès à des informations privées et sont, par conséquent, mieux capables d'évaluer les gains potentiels qu'ils réaliseront en acquérant un bloc de contrôle. En revanche, les nouveaux actionnaires de l'entreprise éprouvent plus de difficultés pour évaluer ces gains en raison de problèmes informationnels. Cet accès différencié à l'information privée entre les anciens et les nouveaux actionnaires, et le problème d'évaluation des gains en résultant, nous conduit à postuler que la prime payée par les anciens actionnaires devrait être plus élevée. L'écart entre les primes payées par les anciens et les nouveaux actionnaires correspond alors au prix d'une plus grande asymétrie d'information.

Nos hypothèses sont testées sur un échantillon de 80 acquisitions de blocs réalisées en France entre 1996 et 2002. Nos résultats mettent en évidence, d'une part, l'intérêt de distinguer les anciens et les nouveaux actionnaires dans ce type d'opérations, d'autre part, l'existence d'une relation curvilinéaire entre la prime et la taille du bloc acquis.

Ce travail est structuré de la manière suivante. Dans la section suivante, nous exposons notre cadre d'analyse et nos hypothèses. La méthodologie est présentée dans la troisième section. Les résultats sont discutés dans la quatrième section et nous synthétisons et concluons nos résultats dans une dernière section.

## 2. Cadre d'analyse et hypothèses.

Le lien entre la concentration de la structure de propriété des entreprises et leur performance (ou leur valeur) a donné lieu à de très nombreux travaux au cours des 25 dernières années, suite notamment à la modélisation proposée par Jensen et Meckling (1976). Ces auteurs ont montré qu'une plus forte dilution de l'actionnariat, et par conséquent une moindre détention d'actions par les dirigeants, accroît les coûts d'agence résultant des conflits d'intérêts entre les actionnaires externes et les dirigeants et réduit la valeur des entreprises. Si l'entreprise à actionnariat dilué occupe une place centrale dans de très nombreuses études, parce qu'elle représente le cas où les coûts d'agence sont les plus élevés (conformément à l'intuition de Berle et Means), il apparaît cependant que des entreprises présentant de telles caractéristiques à travers le monde sont plutôt rares. La Porta et al. (1999) montrent, par exemple, que même aux Etats-Unis et en Angleterre, où la dilution de l'actionnariat est la plus forte, il existe fréquemment des détenteurs de blocs de contrôle.

Dans une étude récente sur l'actionnariat de 5232 entreprises d'Europe de l'Ouest, Faccio et Lang (2002) constatent que 44,29% d'entre elles sont contrôlées par des familles et que l'actionnariat est dispersé dans environ un tiers des cas. Il existe cependant d'importantes différences entre les pays. En Angleterre et en Irlande, il existe un actionnariat dispersé dans 60% des cas. En revanche, dans d'autres pays, ces auteurs remarquent une forte concentration des entreprises entre les mains des familles. Par exemple, pour les 607 entreprises françaises de leur échantillon, il apparaît que 64,82% sont contrôlées par des familles et seulement 14% disposent d'un actionnariat dispersé<sup>1</sup>.

Par ailleurs, Faccio et Lang (2002) trouvent que, dans un cas sur deux, le principal actionnaire détient à lui seul la majorité des droits de vote des entreprises françaises. Ces résultats sont conformes à ceux trouvés par Broye et Schatt (2003). Pour les 402 entreprises de leur échantillon, introduites en bourse en France entre 1986 et 2000, ces auteurs trouvent que l'actionnariat reste très concentré après de telles opérations. Le principal actionnaire détient encore 48,83% des actions en moyenne (la médiane est égale à 50,64%) et le second actionnaire, souvent membre de la même famille ou co-fondateur de l'entreprise, détient encore 14,02% des actions (la médiane est égale à 12,13%).

---

<sup>1</sup> La concentration de l'actionnariat est plus importante lorsque les sociétés financières sont négligées. Plus de 70% des entreprises non financières sont contrôlées par des familles et seulement 12,38% des entreprises sont caractérisées par un actionnariat dispersé. L'importance du poids des familles dans l'actionnariat des entreprises françaises cotées en bourse se retrouve également dans le pourcentage de capitalisation boursière détenue.

Si l'actionnariat est donc fortement concentré en France, comparativement à celui d'autres pays à travers le monde et notamment aux Etats-Unis, on constate que l'actionnariat se concentre davantage, ou que l'identité de l'actionnaire de contrôle est modifiée, lors d'une opération particulière : l'acquisition d'un bloc de contrôle. D'une part, l'identité de l'actionnaire de contrôle change, mais la concentration est inchangée, lorsque le bloc est acquis par un nouvel actionnaire. D'autre part, l'actionnariat devient plus concentré lorsque l'acquéreur du bloc de contrôle détient déjà des actions de l'entreprise préalablement à l'opération.

Des opérations similaires existent dans d'autres pays. Les acquisitions de bloc de contrôle ont notamment été étudiées aux Etats-Unis par Barclay et Holderness (1989, 1991, 1992). Leur seconde étude, qui porte sur 106 opérations de cessions de blocs entre 1978 et 1982, définies comme des opérations dans lesquelles au moins 5% des actions d'une entreprise ont été cédées, met en évidence les résultats suivants. La taille moyenne des blocs acquis est égale à 27% (avec une médiane de 21%). Dans 75% des cas, l'opération est réalisée par un nouvel actionnaire et n'entraîne donc qu'une modification de l'identité des actionnaires de contrôle. Dans les autres cas, l'ancien actionnaire détenait en moyenne 14% des actions préalablement à l'opération (la médiane est égale à 9%)<sup>2</sup>. Enfin, ces auteurs notent que dans une majorité d'opérations, l'acquéreur verse une prime aux cédants : le prix payé excède la cours en bourse de l'entreprise<sup>3</sup>.

L'existence d'une telle prime pose le problème des motivations d'un acquéreur à réaliser une telle opération. Si ce dernier cherche à maximiser sa richesse, on peut avancer que ses gains doivent excéder ses coûts espérés de l'acquisition du bloc pour justifier le paiement d'une prime. On peut distinguer deux types de coûts. Le premier résulte d'une moins bonne diversification du portefeuille et le second est lié à une moindre liquidité du titre (Bolton et Von Thadden, 1998), lorsque cette opération entraîne une plus forte concentration de l'actionnariat, c'est-à-dire si le bloc de contrôle est acheté par un ancien actionnaire.

En contrepartie, deux types de gains sont associés à la détention d'un bloc de contrôle (Barclay et Holderness, 1992), permettant de justifier ces opérations : des gains communs (*shared benefits of control*) et des gains privés (*private benefits of control*).

---

<sup>2</sup> Par ailleurs, ces auteurs constatent que 22 acquisitions sont effectuées par des individus et que les 84 autres opérations sont réalisées par des entreprises (dans 55 cas, les entreprises évoluent dans le même secteur d'activité). Ils trouvent également que 41 entreprises restent indépendantes, mais que les 65 autres entreprises sont acquises un an après l'opération.

<sup>3</sup> On peut noter que la prime est négative dans une minorité de cas : le prix payé par l'acquéreur est inférieur à la valeur des actions en bourse (deux jours avant l'opération).

Les gains communs sont liés à une meilleure allocation des ressources par les dirigeants, résultant meilleur contrôle exercé par le détenteur de bloc. Cet argument disciplinaire a notamment été formalisé par Shleifer et Vishny (1986) et par Burkart et al. (1997). Ces auteurs rappellent que les actionnaires minoritaires ne sont pas incités à contrôler les dirigeants, en raison du problème classique de passager clandestin (*free riding*). En revanche, un détenteur de bloc accepte de contrôler les dirigeants et veille à favoriser une allocation des ressources qui maximise la valeur de l'entreprise, parce que les gains résultant de cette action excèdent les coûts du contrôle. Les seconds gains, privés, sont des avantages non partagés entre tous les actionnaires, mais revenant uniquement aux actionnaires de contrôle<sup>4</sup>. Il peut s'agir par exemple de salaires excédentaires ou d'avantages en nature, si le détenteur de bloc est un individu qui occupe un poste de direction dans l'entreprise. Si l'actionnaire de contrôle est une entreprise, ces gains privés résultent par exemple de contrats d'achat ou de vente de produits réalisés à des prix plus intéressants que le prix de marché.

En fin de compte, la prime d'acquisition n'est justifiée que si les gains communs et les gains privés anticipés par les acquéreurs d'un bloc de contrôle excèdent le montant de la prime, compensant ainsi les coûts correspondant à une moindre diversification de leur portefeuille et à la moindre liquidité du titre.

Bethel et al. (1998) confirment empiriquement l'existence de gains pour les acquéreurs, même s'ils ne distinguent pas les gains communs des gains privés. Leur étude, portant sur 244 cessions de blocs de contrôle entre 1980 et 1989 aux Etats-Unis, met en évidence que l'arrivée de nouveaux actionnaires permet d'accroître la performance des entreprises. En effet, la rentabilité économique (*ROA*) augmente significativement au cours de trois années suivant les transactions. Cela étant, un tel accroissement de performance est essentiellement constaté dans les cas où le bloc a été acheté par des actionnaires « activistes »<sup>5</sup>. En revanche, dans le cas où les blocs ont été acquis par des « financiers » ou des « industriels », l'accroissement de performance n'est pas significatif. Cela peut s'expliquer par une extraction de bénéfices privés plus importants (rédaction de contrats commerciaux avantageux), d'où une faible modification des résultats comptables.

---

<sup>4</sup> Si les actionnaires minoritaires anticipent des prélèvements de bénéfices privés élevés par les actionnaires de contrôle, alors la valeur de l'entreprise peut s'en trouver réduite. Les résultats de McConnell et Servaes (1990) tendent d'ailleurs à confirmer une telle situation. Ils trouvent qu'il existe une relation curvilinéaire entre la concentration de l'actionnaire et la (performance) valeur des entreprises. Par ailleurs, l'existence de prélèvements élevés, défavorables aux actionnaires minoritaires, permet d'expliquer la réaction positive du marché financier à l'annonce du décès de détenteurs de blocs de contrôle (Slovin et Sushka, 1993).

<sup>5</sup> Ces actionnaires « activistes » achètent des entreprises peu performantes, mais également plus diversifiées. Les restructurations ultérieures mises en œuvre par ces actionnaires diffèrent donc significativement de celles proposées par les autres acquéreurs de blocs de contrôle.

Par ailleurs, Barclay et Holderness (1991) trouvent que la valeur de marché des entreprises croît significativement à l'annonce de cessions de blocs de contrôle, d'environ 14% (sur une période de 40 jours), ce qui confirme également l'idée que l'acquisition d'un bloc peut être synonyme de gains communs, dont profite l'ensemble des actionnaires, même si les détenteurs de blocs bénéficient d'avantages privés. De plus, ils constatent que les entreprises sont généralement peu performantes au cours des trois années précédant les cessions de bloc.

Dans ce travail, nous avançons que les gains espérés devraient être plus élevés pour l'acquéreur, toutes choses égales par ailleurs, s'il achète une fraction plus élevée d'actions. En effet, les actionnaires détenant un « gros » bloc ont plus de facilité (de latitude) pour initier une stratégie qui génère plus de bénéfices communs et/ou privés. En particulier, l'achat d'un bloc représentant au moins 50% des actions permet à l'acquéreur de diriger assez « librement » l'entreprise. Ainsi, compte tenu des gains plus élevés espérés en cas d'acquisition d'une fraction plus importante d'actions, les acquéreurs devraient être disposés à payer une prime plus élevée.

*H1 : Toutes choses égales par ailleurs, la prime payée par les acquéreurs croît avec la taille du bloc de contrôle acquis.*

Cette première hypothèse peut être adaptée pour prendre en compte l'existence d'un effet de richesse. L'idée est la suivante : lorsque l'acquisition porte sur une fraction élevée d'actions, alors une augmentation de la prime entraîne un coût pour l'acquéreur (beaucoup) plus élevé. Dans ce cas, il est possible que ce projet ne soit pas rentable. Autrement dit, si l'investissement initial croît, alors la valeur actuelle nette du projet décroît et peut même devenir négative. Cette argumentation d'effet de richesse s'inspire de celle développée par Habib et Ljunqvist (2001). Broye et Schatt (2003) ont adapté cette idée dans le cas des introductions en bourse en France. Ils trouvent une relation curvilinéaire entre les cessions d'actions par les actionnaires d'origine et la sous-évaluation à l'introduction. Si ces derniers acceptent de sous-évaluer les actions plus fortement lorsque la fraction d'actions cédées croît, conformément aux prédictions du modèle de signalisation proposé par Leland et Pyle (1977), il apparaît cependant qu'au-delà d'un certain seuil de cessions, les actionnaires d'origine réduisent la sous-évaluation afin de limiter leurs pertes lors de l'introduction en bourse.

Nous transposons cette idée dans le cas des acquisitions de blocs de contrôle. Si les acheteurs acceptent, dans un premier temps, de faire croître la prime avec la taille du bloc, compte tenu des gains plus élevés liés à la détention d'un bloc plus important, nous postulons que, dans un second temps, au-delà d'un certain seuil, la prime décroît avec la taille du bloc acheté en raison de l'impact négatif de l'accroissement de la prime sur le VAN du projet. Ainsi, nous posons la seconde hypothèse suivante.

*H2 : Toutes choses égales par ailleurs, il existe une relation curvilinéaire entre la prime payée par les acquéreurs et la taille du bloc de contrôle acquis (la prime croît d'abord, puis décroît avec la taille du bloc acquis).*

En plus de l'incidence de la taille du bloc sur la prime, nous étudions également la relation entre la prime et « l'identité » de l'acquéreur, en nous basant sur le travail de Barclay et Holderness (1991). Ces auteurs concluent que le changement d'identité de l'actionnaire a une incidence sur la performance et la valeur de l'entreprise, parce que tous les actionnaires n'ont pas les mêmes objectifs et ne disposent pas des mêmes compétences. En intégrant l'idée d'un accès différencié à l'information entre les nouveaux et les anciens actionnaires, nous tentons de vérifier l'importance de la détention préalable d'actions par l'acquéreur du bloc.

Si on peut (raisonnablement) supposer que les premiers ont déjà accès à des informations privées, alors ils sont capables d'estimer plus précisément les gains (communs et privés) associés à l'acquisition d'un bloc de contrôle. En revanche, les nouveaux actionnaires éprouvent de réelles difficultés pour évaluer ces différents gains. Ainsi, les nouveaux actionnaires devraient accepter de payer une prime plus faible que celle payée par les anciens actionnaires. La différence de prix s'analyse alors comme une prime de risque demandée par les nouveaux acquéreurs en raison d'une plus forte asymétrie d'information. Nous posons donc l'hypothèse suivante.

*H3 : Toutes choses égales par ailleurs, la prime payée par les anciens actionnaires est plus élevée que celle payée par les nouveaux actionnaires.*

### **3. La méthodologie.**

#### **3.1. L'échantillon.**

Pour vérifier nos hypothèses, nous avons recensé dans les rapports annuels de la COB toutes les opérations de cessions de blocs de contrôle, au cours des années 1996 à 2002 (soit une période de 7 années). Avant 1996, le prix de cession, ou le montant des cessions, ne figurait pas dans ces rapports annuels, ce qui ne nous permet pas de calculer la prime payée par l'acquéreur. Au total, 147 opérations ont été identifiées. Le tableau 1 présente la répartition des opérations par année et par marché. Nous constatons que 95 opérations sur 147 (deux tiers des cas) ont été réalisées entre 1996 et 1998. En revanche, très peu de cessions de blocs ont eu lieu au cours des deux dernières années. Par ailleurs, nous remarquons que plus de 20% des opérations concernent des entreprises cotées sur le marché « Hors-Côte ». Compte tenu du manque d'informations sur quelques opérations et des spécificités de certaines entreprises (en redressement ou liquidation judiciaire), nous avons supprimé (dans un premier temps) 16 opérations.

Enfin, d'autres opérations ont été supprimées en raison de difficultés rencontrées dans le calcul de la prime. Cette dernière correspond à l'écart (relatif) entre le prix de cession du bloc, indiqué dans le rapport de la COB, et le cours moyen des trois mois précédents la date transaction ou, le cas échéant, la date du protocole d'accord entre les parties. Dans un grand nombre de cas, ce cours moyen est fourni dans les prospectus d'offres publiques d'achat simplifiées ou de garanties de cours, qui sont généralement communiqués ultérieurement aux cessions de blocs par les entreprises. Lorsque cette information n'était pas disponible dans les prospectus, nous avons retenu les cours issus de la base de données « Daily 1977-1999 » commercialisée par ParisBourse SA<sup>6</sup>. Dans la mesure où nous n'avons pas pu calculer les primes pour 51 entreprises, notamment pour la quasi-totalité des entreprises cotées au « Hors-Côte », ou parce que les transactions étaient peu fréquentes (problèmes de liquidité), l'échantillon final comprend 80 entreprises. Au total, 63 achats de blocs ont été effectués par de nouveaux actionnaires. La répartition de ces opérations figure également dans le tableau 1.

---

<sup>6</sup> Nous avons également calculé la prime payée par l'acquéreur à l'aide du cours moyen des entreprises du mois précédant la transaction. Si cette dernière est légèrement plus faible que la prime calculée sur un historique de trois mois, nous constatons cependant que nos résultats ne sont pas significativement modifiés par le calcul de la prime. Aussi, pour ne pas alourdir la présentation des résultats, nous ne présentons que la prime calculée à partir du cours moyen sur trois mois.

**Tableau 1.**  
**Répartition des opérations par année et par marché**

Les marchés sont définis ainsi : PM est le premier marché, RM est le règlement mensuel, RC est le règlement comptant, SM est le second marché, NM est le nouveau marché, HC est le marché hors-côte.

Marché	RAPPORTS COB				ECHANTILLON FINAL			
	PM/RM/CPT	SM/NM	HC	Total	PM/RM/CPT	SM/NM	HC	Total
1996	11	9	11	31	4	4	0	8
1997	10	4	11	25	8	4	0	12
1998	16	15	8	39	13	10	1	24
1999	6	12	1	19	3	8	0	11
2000	3	14	0	17	2	12	0	14
2001	3	4	0	7	2	1	0	3
2002	4	5	0	9	3	5	0	8
TOTAL	53	63	31	147	35	44	1	80

### 3.2. Les variables.

#### 3.2.1. La prime d'acquisition d'un bloc de contrôle.

Comme évoqué précédemment, la prime correspond à l'écart (relatif) entre le prix de cession du bloc indiqué par la COB et le cours moyen des trois mois précédents la date de transaction ou, le cas échéant, le protocole d'accord entre les parties. Les résultats fournis dans le tableau 2 montrent que la prime moyenne s'élève à 17,22% pour les entreprises de notre échantillon. Un acquéreur sur deux paie une prime au moins égale à 15,49% lors de ces opérations. Lorsque l'on distingue les opérations réalisées par des anciens actionnaires de celles effectuées par de nouveaux actionnaires, on constate que ces derniers paient une prime environ deux fois plus élevée. En effet la prime moyenne (médiane) s'élève à 18,78% (16,78%) pour les nouveaux actionnaires contre 11,44% (8,31%) pour les anciens actionnaires. Cette différence est statistiquement significative.

Ce résultat, non conforme à notre troisième hypothèse, peut s'expliquer par le fait que les nouveaux actionnaires achètent une fraction plus élevée d'actions et paient, par conséquent, une prime plus élevée, ce qui confirmerait notre première hypothèse. Elle peut également s'expliquer par un effet taille des entreprises. Les nouveaux actionnaires peuvent prendre le contrôle d'entreprises plus petites et acceptent de payer une prime plus élevée, sachant que l'investissement total reste relativement limité.

**Tableau 2.**  
**Caractéristiques des 80 opérations de cessions de blocs de contrôle**

	Moyenne	Médiane	Ecart type
<b>Echantillon total</b>			
Prime (en %)	17,22	15,49	23,57
% Capital après	65,25	63,18	19,26
% Capital acquis	60,56	59,87	21,62
Montant (en M.€)	109,53	43,15	176,58
Capitalisation boursière (en M.€)	232,51	54,32	594,08
Nombre d'opérations	80	80	80
<b>Actionnaires actuels</b>			
Prime (en %)	11,44	8,31	18,08
% Capital avant	22,04	18,91	18,99
% Capital après	65,82	61,68	20,31
% Capital acquis	43,79	47,10	22,59
Montant (en M.€)	170,92	53,85	283,29
Capitalisation boursière (en M.€)	538,67	83,48	1161,97
Nombre d'opérations	17	17	17
<b>Nouveaux actionnaires</b>			
Prime (en %)	18,78	16,78	24,74
% Capital acquis	65,09	64,88	19,13
Montant (en M.€)	92,96	42,69	133,07
Capitalisation boursière (en M.€)	149,90	52,94	261,98
Nombre d'opérations	63	63	63

### ***3.2.2. Fraction du capital acquis et valeur des acquisitions de blocs de contrôle.***

Lorsque nous étudions la fraction d'actions acquises ainsi que les montants des transactions, nous constatons que les deux effets précédemment décrits existent dans ces opérations. Les statistiques fournies dans le tableau 2 confirment, d'une part, l'idée que les nouveaux actionnaires achètent des blocs significativement plus importants que les anciens actionnaires. Si la transaction moyenne porte sur 60,56% des actions des 80 entreprises de notre échantillon (et 59,87% en médiane), on constate que les anciens actionnaires détenaient en moyenne 22,04% des actions et achètent 43,79% du capital des entreprises. En revanche, la taille du bloc acquis par les nouveaux actionnaires est égale à 65,09%.

D'autre part, nous constatons que l'investissement moyen s'élève à 109,53 millions d'euros pour notre échantillon, mais il existe une grande dispersion (la médiane est égale à 43,15 millions d'euros). Les anciens actionnaires investissent un montant significativement plus élevé, pour une fraction d'actions acquises plus faible. Il s'élève en moyenne à 170,92 millions d'euros (la médiane est égale à 53,85 millions) contre 92,96 millions (médiane : 42,69 millions) investis par les nouveaux actionnaires. Grâce à ces acquisitions, les actionnaires possèdent environ deux tiers des actions des entreprises après l'opération, sachant qu'aucune différence n'est constatée entre les deux sous-groupes en matière de détention d'actions après ces opérations.

En fin de compte, il est possible de distinguer deux types de transactions. Les premières sont effectuées par des actionnaires détenant déjà une certaine fraction d'actions et soucieux de prendre le contrôle des entreprises. Compte tenu du montant investi, cet investissement concerne des entreprises plus grandes, c'est-à-dire plus fortement capitalisées. En fait, il semble que les acquéreurs accèdent, dans un premier temps, à des informations privées en tant que détenteur de bloc de contrôle « minoritaire », afin de s'assurer de l'intérêt financier d'une prise de contrôle de l'entreprise, qui est initiée dans un second temps.

Les secondes transactions portent en revanche sur des entreprises plus petites (moins fortement capitalisées) et sont réalisées par de nouveaux actionnaires, qui achètent, en un seul bloc, une fraction du capital leur conférant le contrôle de l'entreprise. Dans la mesure où les montants en jeu sont plus faibles, ces nouveaux actionnaires ne cherchent pas à collecter des informations privées préalablement à la prise de contrôle de l'entreprise.

### ***3.2.2. Fraction de capital supplémentaire acquis et valeur des opérations ultérieures.***

Pour compléter notre analyse de la prime de contrôle payée par les acquéreurs, nous vérifions quel est l'impact de la procédure de garantie de cours ou d'offre publique simplifiée ultérieure sur les résultats. Autrement dit, nous nous intéressons à l'impact de la réglementation sur la prime payée, sachant que le législateur français impose aux acquéreurs de blocs de proposer aux autres actionnaires un prix identique à celui offert au cédant du bloc de contrôle, afin de respecter le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

L'article 5-4-1 du Conseil des Marchés Financiers (CMF) précise que « est tenue de déposer un projet de garantie de cours une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui acquiert ou est convenue d'acquérir un bloc de titres lui conférant, compte tenu des titres ou des droits de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote

d'une société »<sup>7</sup>. Par ailleurs, l'article 5-4-2 précise que « l'acquéreur de bloc s'engage à se porter acquéreur sur le marché, pendant une durée de 10 jours de bourse minimum, de tous titres présentés à la vente, au prix auquel la cession des titres a été ou doit être réalisée, et seulement à ce cours ou à ce prix ». Enfin, l'article 5-4-3 précise que, dans certains cas, « le CMF peut placer sous le régime de l'offre publique<sup>8</sup> un projet d'acquisition, ou l'acquisition, d'un ou plusieurs blocs de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société ».

En obligeant l'acquéreur d'un bloc de contrôle à se porter acquéreur, au même prix, de tous les titres qui lui sont présentés par les autres actionnaires de l'entreprise, le législateur augmente donc significativement le coût d'acquisition d'un bloc de contrôle. Autrement dit, les capitaux que doivent mobiliser les acquéreurs de blocs pour prendre le contrôle d'une entreprise sont ceux versés aux cédants des blocs de contrôle ainsi que ceux versés aux actionnaires minoritaires, qui souhaiteraient céder leurs titres pour encaisser la prime. Nous vérifions donc si la prise en compte de ce problème légal par les acquéreurs de blocs a une incidence sur la prime de contrôle. Pour cela, nous avons collecté toutes les informations relatives à ces opérations ultérieures dans les rapports annuels de la COB et dans les prospectus publiés par les entreprises lors de ces nouvelles opérations.

Les résultats fournis dans le tableau 3 mettent en évidence les faits suivants. Premièrement, lors de ces opérations ultérieures, les acquéreurs investissent encore en moyenne 108,42 millions d'euros (la médiane est égale 12,38 millions d'euros) pour acheter une fraction moyenne supplémentaire égale à 25,75% du capital. Les résultats des tests statistiques ne nous permettent pas de confirmer une quelconque différence dans le pourcentage d'actions acquises lors de ces opérations ultérieures par les anciens et par les nouveaux actionnaires. Globalement, ces opérations de prise de contrôle ont donc permis aux acquéreurs d'obtenir en moyenne 86,32% des actions des entreprises (médiane : 95,52%), pour un montant moyen total de 217,95 millions d'euros (médiane : 61,40 millions d'euros). Les nouveaux actionnaires ont acheté une fraction du capital significativement plus élevée que les anciens actionnaires (médiane, 97,24% contre 67,17% du capital), mais en terme de capitaux investis, les résultats sont inversés (médiane : 60,60 pour les nouveaux actionnaires, contre 82,58 millions d'euros pour les anciens actionnaires).

---

<sup>7</sup> En outre, le projet de garantie de cours doit préciser l'identité du ou des cédant(s) et cessionnaire(s) du bloc, la quantité de titres cédés, la date, le mode de réalisation et le prix de cession, ainsi que toute information complémentaire nécessaire à l'appréciation de l'opération.

<sup>8</sup> L'article 5-5-2, relatif au dépôt obligatoire d'un projet public, prévoit qu'un tel projet « ne peut comporter aucune clause prévoyant la présentation nécessaire d'un nombre minimal de titres pour que l'offre ait une suite positive ».

**Tableau 3.**  
**Caractéristiques des 80 cessions de blocs et des offres publiques d'achat simplifiée  
ou des garanties de cours ultérieurs**

	Moyenne	Médiane	Ecart type
<b>Echantillon total</b>			
% Capital après	91,00	97,16	14,37
% Capital acquis	25,75	27,10	17,10
% Capital acquis Globalement	86,32	95,52	18,58
Montant (en M.€)	108,42	12,38	383,22
Montant Total (en M.€)	217,95	61,40	533,00
Nombre d'opérations	80	80	80
<b>Actionnaires actuels</b>			
% Capital après	90,44	94,18	11,78
% Capital acquis	24,62	27,99	19,45
% Capital acquis Globalement	68,40	67,17	19,79
Montant (en M.€)	267,20	4,84	761,87
Montant Total (en M.€)	438,12	82,58	1017,46
Nombre d'opérations	17	17	17
<b>Nouveaux actionnaires</b>			
% Capital après	91,15	97,24	15,08
% Capital acquis	26,06	26,79	16,56
% Capital acquis Globalement	91,15	97,24	15,08
Montant (en M.€)	65,57	12,46	168,98
Montant Total (en M.€)	158,54	60,60	279,20
Nombre d'opérations	63	63	63

## **4. Les résultats.**

### **4.1. Les corrélations.**

Pour vérifier nos différentes hypothèses, nous étudions d'abord les matrices de corrélation (fournies en annexe). Les résultats obtenus nous permettent d'avancer que la prime croît avec la fraction d'actions acquises, tant lors de la cession de bloc que globalement (avec les opérations ultérieures), pour les 80 entreprises de notre échantillon. Ce résultat tend à confirmer notre première hypothèse. Cependant, nous remarquons également que la prime décroît avec le montant investi par les acquéreurs, ce qui nous conduit à penser qu'il existe également un effet de richesse. Enfin, nous remarquons que la prime payée par les nouveaux actionnaires est plus élevée que celle payée par les anciens actionnaires, mais ces derniers achètent une fraction plus faible d'actions dans des entreprises plus fortement capitalisées.

Puisque les opérations réalisées par les anciens et les nouveaux actionnaires sont spécifiques, nous avons étudié les corrélations pour chaque sous-échantillon. Pour les 17 opérations effectuées par les anciens actionnaires, il apparaît que la prime décroît avec la fraction d'actions acquises et avec l'investissement (pour l'acquisition de bloc et globalement). Ces résultats diffèrent très significativement de ceux obtenus pour les 63 opérations effectuées par les nouveaux actionnaires. En effet, la prime croît avec la fraction d'actions acquises et avec l'investissement. En synthèse, compte tenu des particularités relevées, il nous semble indispensable de distinguer les deux types d'opérations, ce qui n'a pas été proposé dans les études antérieures (Barclay et Holderness, 1991).

#### **4.2. Les résultats des régressions.**

Nous testons 12 modèles différents pour vérifier nos hypothèses. Les six premiers modèles permettant de vérifier l'existence d'une relation linéaire entre la fraction d'actions acquises et la prime payée. Nous distinguons les acquisitions de blocs (modèles 1 à 3) et les acquisitions totales (modèles 4 à 6), pour l'échantillon total (modèles 1 et 4), les 17 opérations impliquant les anciens actionnaires (modèles 2 et 5) et les 63 opérations impliquant les nouveaux actionnaires (modèle 3 et 6). Les six modèles suivants (modèles 7 à 12) permettent de vérifier l'existence d'une relation curvilinéaire entre la fraction d'actions acquises et la prime payée. Nous distinguons à nouveau les acquisitions de blocs et les acquisitions totales, ainsi que celles impliquant les anciens et les nouveaux actionnaires. Pour chaque modèle, nous avons introduit les montants investis lors de différentes transactions. Tous nos résultats sont présentés dans le tableau 4.

##### ***4.2.1. Acquisitions de blocs et acquisitions totales.***

On constate premièrement que les modèles testés sont plus pertinents, même si les coefficients de détermination ( $r^2$ ) restent globalement faibles, lorsqu'on utilise la fraction totale d'actions acquises plutôt que la seule fraction acquise lors de l'achat du bloc de contrôle. En effet,  $r^2$  des modèles 4 à 6 (relations linéaires) sont plus élevés que ceux des modèles 1 à 3. La différence apparaît surtout dans les modèles 10 à 12 (relations curvilinéaires), où les  $r^2$  sont significativement plus élevés (et les tests de Fisher sont significatifs aux seuils habituels) que dans les modèles 7 à 9.

**Tableau 4.**  
**Résultats des régressions linéaires et curvilinéaires.**

Relations	Linéaires						Curvilinéaires					
	Bloc			Totales			Bloc			Totales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Constante</b>	10,71	25,84	4,719	-0,99	32,846	-18,13	21,33	25,89	17,53	71,26	61,38	63,04
<b>t</b>	1,244	2,447	0,397	-0,079	2,007	-0,956	1,535	1,615	0,828	2,454	1,180	1,855
<b>p</b>	0,217	<b>0,028</b>	0,693	0,937	<b>0,064</b>	0,343	0,129	0,130	0,411	<b>0,016</b>	0,259	<b>0,069</b>
<b>%bloc</b>	0,120	-0,250	0,205				-0,320	-0,253	-0,263			
<b>t</b>	0,951	-1,253	1,228				-0,682	-0,378	-0,398			
<b>p</b>	0,344	0,231	0,224				0,497	0,711	0,692			
<b>%bloc<sup>2</sup></b>							0,388	0,003	0,382			
<b>t</b>							0,975	0,004	0,732			
<b>p</b>							0,333	0,997	0,467			
<b>%total</b>				0,221	-0,299	0,403				-2,123	-1,213	-2,444
<b>t</b>				1,558	-1,251	1,955				-2,445	-0,760	-2,370
<b>p</b>				0,123	0,232	0,055				<b>0,017</b>	0,461	<b>0,021</b>
<b>%total<sup>2</sup></b>										1,669	0,675	2,093
<b>t</b>										2,734	0,580	2,813
<b>p</b>										<b>0,008</b>	0,572	<b>0,007</b>
<b>eurosbloc</b>	-0,007	-0,020	0,008				-0,007	-0,020	0,008			
<b>t</b>	-0,449	-1,264	0,326				-0,437	-1,212	0,352			
<b>p</b>	0,654	0,227	0,746				0,663	0,247	0,726			
<b>eurototal</b>				-0,004	-0,002	0,001				-0,004	-0,002	0,000
<b>t</b>				-0,830	-0,469	0,076				-0,750	-0,519	-0,032
<b>p</b>				0,409	0,646	0,940				0,456	0,612	0,974
<b>r<sup>2</sup></b>	<b>0,017</b>	<b>0,160</b>	<b>0,025</b>	<b>0,037</b>	<b>0,149</b>	<b>0,061</b>	<b>0,030</b>	<b>0,160</b>	<b>0,034</b>	<b>0,123</b>	<b>0,171</b>	<b>0,172</b>
<b>F</b>	0,682	1,329	0,763	1,480	1,230	1,951	0,771	0,823	0,683	3,560	0,893	4,088
<b>p</b>	0,509	0,296	0,471	0,234	0,322	0,151	0,514	0,504	0,566	<b>0,018</b>	0,471	<b>0,011</b>
<b>N</b>	80	17	63	80	17	63	80	17	63	80	17	63

Ainsi, la prise en compte des aspects légaux permet incontestablement de mieux expliquer le comportement des investisseurs sur le marché. Puisque ces derniers sont rationnels, ils font leurs choix en tenant compte de tous les coûts (ou gains) ultérieurs à l'acquisition du bloc de contrôle. Dans notre cas, la fixation du prix d'achat d'un bloc de contrôle tient compte des achats ultérieurs que devra effectuer l'acquéreur du bloc, à l'aide d'une procédure de garantie de cours ou d'offre publique d'achat simplifiée, afin de respecter le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

#### ***4.2.2. Relations linéaires et relations curvilinéaires.***

Le second résultat porte sur la pertinence des relations curvilinéaires, comparativement aux relations linéaires, même si la différence est plus nette dans l'étude des acquisitions totales, comme évoqué précédemment. En effet, les modèles 10 à 12 (acquisitions totales) montrent que les  $r^2$  sont significativement plus élevés (et le test de Fisher est significatif aux seuils habituels) que ceux des modèles 4 à 6. La différence est moins prononcée entre les modèles 7 à 9 (acquisitions de blocs) et les modèles 1 à 3. Par conséquent, notre seconde hypothèse est validée, mais notre première hypothèse est infirmée.

Dans la lignée des travaux de McConnell et Servaes (1990) sur l'étude du lien entre la structure de propriété et la valeur (performance) des entreprises, ou de Broye et Schatt (2003) sur l'étude du lien entre les cessions d'actions et la sous-évaluation des entreprises françaises introduites en bourse, nos résultats confirment l'importance des effets de seuil. L'idée est que les agents économiques estiment les gains et les coûts de leurs choix, et que au-dessus d'un certain seuil les gains peuvent (par exemple) excéder les coûts et qu'au-dessous de ce seuil, ce sont les coûts qui sont supérieurs aux gains. Dans notre cas, on constate que la prime payée croît d'abord avec la fraction d'actions cédées jusqu'à un certain seuil, puis décroît au-delà de ce seuil, parce que les acquéreurs s'appauvrissent fortement. En fin de compte, ces relations curvilinéaires semblent mieux traduire les incitations des investisseurs.

#### ***4.2.3. Anciens actionnaires et nouveaux actionnaires.***

Le troisième et dernier résultat mis en évidence dans cette étude porte sur l'intérêt de distinguer les différents acquéreurs. Les déterminants de la prime payée par les anciens actionnaires diffèrent visiblement de ceux permettant d'expliquer la prime payée par les nouveaux actionnaires. En effet, la taille du bloc acheté, ou de la totalité des actions acquises si l'on tient compte des opérations ultérieures, n'exerce aucune incidence significative sur la prime payée par les anciens acquéreurs. Il est probable que ces derniers, qui ont accès à des informations privées, ajustent la prime au montant des gains estimés. En revanche, pour les nouveaux acquéreurs, la taille du bloc est un facteur significatif de la prime payée.

En fin de compte, nous pouvons conclure qu'il est nécessaire de différencier les opérations faites par ces deux types d'actionnaires pour expliquer la prime payée. La nature des opérations – la plus faible fraction d'actions achetées par les anciens actionnaires dans des

entreprises plus fortement capitalisées – nous oblige en effet à procéder à des tests spécifiques pour les deux sous-échantillons.

## **5. Conclusion.**

Les acquisitions de blocs de contrôle n'ont pas donné lieu à ce jour à des études approfondies en France. Ce travail fournit donc des informations originales sur ces opérations. L'intérêt de cette recherche réside, d'une part, dans la volonté de mieux comprendre les choix et les incitations des investisseurs, d'autre part, dans la prise en compte de spécificités institutionnelles en France.

Nos résultats obtenus sur un échantillon de 80 transactions de blocs de contrôle nous permettent de confirmer l'idée selon laquelle la taille du bloc exerce une influence sur la prime payée. Certes, ce résultat mérite d'être nuancé, puisque qu'il est essentiellement valide :

- pour les transactions effectuées par les nouveaux actionnaires, et non pour les anciens actionnaires. La distinction des deux types d'actionnaires s'avère donc pertinente.

- pour les transactions prises dans leur globalité, c'est-à-dire en intégrant les contraintes légales associées aux achats de blocs de contrôle. Les acquéreurs de blocs (rationnels) tiennent compte des achats ultérieurs imposés par le législateur, afin de respecter le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, dans la détermination de la prime offerte lors de ces transactions<sup>9</sup>.

- lorsqu'on prend en compte des effets de seuil, c'est-à-dire lorsqu'on s'intéresse à des relations curvilinéaires et non pas linéaires. Contrairement aux résultats américains (Barclay et Holderness, 1989), nous ne confirmons pas que la prime croît avec la fraction d'actions acquises, mais qu'elle croît d'abord jusqu'à un certain seuil avant de décroître avec la fraction d'actions acquises. Cette relation curvilinéaire n'est d'ailleurs valable que pour les acquisitions faites par les nouveaux actionnaires.

Si les limites habituelles de ce type de travail empirique peuvent être soulignées (taille des échantillons, etc.), il n'en demeure pas moins que nos résultats ouvrent diverses perspectives de recherche intéressantes, notamment sur l'existence de non-linéarités, ainsi que sur l'importance du cadre institutionnel pour expliquer les décisions des investisseurs.

---

<sup>9</sup> Nous n'évoquons pas dans ce travail de la pertinence de cette réglementation. Burkart et al. (200) et Barclay et Holderness (1992) précisent les causes et les conséquences de cette obligation pour les acquéreurs de blocs.

## Références

- Barclay M. et Holderness C., 1989, « Private benefits from control of public corporations », *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
- Barclay M. et Holderness C., 1991, « Negotiated block trades and corporate control », *Journal of Finance*, 46, 861-878.
- Barclay M. et Holderness C., 1992, « The law and large block trades », *Journal of Law and Economics*, 35, 265-294.
- Berle, A. A. Jr. et G. C. Means. 1932. *The modern corporation and private property* (Macmillan, N. Y.).
- Bolton P. et Von Thadden E., 1998, « Blocks, liquidity, and corporate control », *Journal of Finance*, 53, 1, février, 1-25.
- Bethel J., Liebeskind J. et Opler T., 1998, « Block purchases and corporate performance », *Journal of Finance*, 53, 605-634.
- Broye G. et Schatt A., 2003, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, 6, 2, 67-89.
- Burkart M., Gromb D. et Panunzi F., 1997, « Large shareholders, monitoring and the value of the firm », *Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- Burkart M., Gromb D. et Panunzi F., 2000, « Agency conflicts in public and negotiated transfers of corporate control », *Journal of Finance*, 60, 2, avril, 647-677.
- Charreaux G., 2002, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, 141, 77-107.
- Faccio M. et Lang L., 2002, « The ultimate ownership of Western European corporations », *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Jensen M. et Meckling, 1976, "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- La Porta R. Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 1999, « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Le Maux J., 2003, « Les bénéficiaires privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, 6, 1, 63-92.
- McConnell J. et Servaes H., 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Shleifer A. et Vishny R., 1986, « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, 95, 461-488.
- Shleifer A. et Vishny R., 1997, « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Slovin M. et Sushka M., 1993, « Ownership concentration, corporate control activity, and firm value : evidence from the death of inside blockholders », *Journal of Finance*, 48, 1293-1321.

**Annexe.**  
**Matrices de corrélation**

**Echantillon total : 80 opérations.**

N=80	PRIME	%BLOC	%TOTAL	%APRESBLOC	%APRESTOTAL	EUROBLOC	EUROTOTAL	ANCIEN	CAPI
PRIME	1,00								
%BLOC	0,12	1,00							
%TOTAL	0,17	<b>0,65</b>	1,00						
%APRESBLOC	0,16	<b>0,82</b>	0,32	1,00					
%APRESTOTAL	0,25	0,43	<b>0,74</b>	<b>0,51</b>	1,00				
EUROBLOC	-0,08	-0,22	0,05	-0,31	-0,02	1,00			
EUROTOTAL	-0,08	-0,32	0,07	-0,38	0,05	0,89	1,00		
ANCIEN (=1)	-0,13	<b>-0,41</b>	<b>-0,50</b>	0,02	-0,02	0,18	0,22	1,00	
CAPI	-0,13	-0,34	-0,02	-0,38	-0,04	<b>0,90</b>	<b>0,98</b>	0,27	1,00

**Sous-échantillon 1 : 17 opérations effectuées par d'anciens actionnaires**

N=17	PRIME	%BLOC	%TOTAL	%APRESBLOC	%APRESTOTAL	EUROBLOC	EUROTOTAL	CAPI
PRIME	1,00							
%BLOC	-0,25	1,00						
%TOTAL	-0,37	<b>0,59</b>	1,00					
%APRESBLOC	0,24	<b>0,61</b>	-0,11	1,00				
%APRESTOTAL	0,28	0,12	<b>0,37</b>	<b>0,36</b>	1,00			
EUROBLOC	-0,26	-0,19	0,29	-0,64	-0,26	1,00		
EUROTOTAL	-0,23	-0,28	0,34	-0,62	0,02	0,93	1,00	
CAPI	-0,25	-0,28	0,30	-0,63	-0,05	<b>0,95</b>	<b>0,99</b>	1,00

**Sous-échantillon 2 : 63 opérations effectuées par des nouveaux actionnaires**

N=63	PRIME	%BLOC	%TOTAL	%APRESBLOC	%APRESTOTAL	EUROBLOC	EUROTOTAL	CAPI
PRIME	1,00							
%BLOC	0,15	1,00						
%TOTAL	0,25	<b>0,55</b>	1,00					
%APRESBLOC	0,15	<b>1,00</b>	0,55	1,00				
%APRESTOTAL	0,25	0,55	<b>1,00</b>	<b>0,55</b>	1,00			
EUROBLOC	0,02	-0,16	0,08	-0,16	0,08	1,00		
EUROTOTAL	0,04	-0,32	0,11	-0,32	0,11	0,90	1,00	
CAPI	-0,04	-0,36	-0,05	-0,36	-0,05	<b>0,93</b>	<b>0,96</b>	1,00