

# STATUT DE COTATION DE L'ACQUÉREUR ET AMPLEUR DE LA PRIME D'ACQUISITION

*Chamsa FENDRI et Pascal NGUYEN*

n° 2017-06

# **Statut de cotation de l'acquéreur et ampleur de la prime d'acquisition**

Chamsa FENDRI  
ESDES Business School  
Université Catholique de Lyon  
10 Place des Archives  
69002 Lyon  
Tel : 04 72 32 68 71  
Email : cfendri@univ-catholyon.fr

Pascal NGUYEN  
ESDES Business School  
Université Catholique de Lyon  
10 Place des Archives  
69002 Lyon  
Tel : 04 72 32 49 34  
Email : pnguyen@univ-catholyon.fr

## **Statut de cotation de l'acquéreur et ampleur de la prime d'acquisition**

### **Résumé :**

La convergence d'intérêts plus étroite entre actionnaires et dirigeants au sein des entreprises non cotées suggère que ces dernières sont moins tentées d'offrir des primes élevées pour effectuer une acquisition. Nous testons cette hypothèse à l'aide d'un échantillon de cibles françaises sur la période de 1990 à 2014. Nos résultats empiriques montrent que les entreprises non cotées offrent en moyenne des primes nettement inférieures à celles proposées par les entreprises cotées. La différence se manifeste surtout pour les acquisitions dont la prime est élevée. Conformément aux enseignements de la théorie de l'agence, il ressort que les entreprises non cotées sont plus soucieuses de protéger leur valeur en évitant de surpayer pour prendre le contrôle de la cible.

**Mots-clés :** fusions et acquisitions, primes, entreprises non cotées, conflits d'agence.

**Code JEL:** G31, G34.

## **Acquirer listing status and size of the acquisition premium**

### **Abstract:**

The closer alignment of interests between managers and shareholders in private firms suggests that the latter are less likely to offer large premiums when considering an acquisition. We use a large sample of French targets over the period 1990-2014 to test this prediction. The results show that private firms offer significantly lower premiums relative to public firms. The difference is found mainly for acquisitions involving large premiums. Consistent with agency theory, private firms display a greater concern for shareholder value by avoiding overpaying for the target.

**Keywords:** mergers and acquisitions, premium, private firms, agency conflicts.

**JEL code:** G31, G34.

## 1. Introduction

Alors qu'il est établi que les fusions et acquisitions sont créatrices de valeur (Bradley et *al.* 1988 ; Bhagat et *al.* 2005), les actionnaires de l'acquéreur sortent rarement gagnants à la différence des actionnaires de la cible (Jensen et Ruback 1983 ; Andrade et *al.* 2001 ; Fuller et *al.* 2002 ; Barabel et Meier 2002 ; Hamza 2007 ; Martynova et Renneboog 2008 ; Navatte et Schier 2008). Ce résultat surprenant vient du fait que les dirigeants de l'acquéreur sont souvent prêts à surpayer pour prendre le contrôle de la cible (Shleifer et Vishny 1988 ; Morck et *al.* 1990). Cette attitude peu soucieuse de l'intérêt des actionnaires est la manifestation d'un conflit d'agence lié au fait que la rémunération des dirigeants a tendance à croître avec la taille de l'entreprise<sup>1</sup>. Il en résulte une incitation à accumuler des actifs sans tenir compte de l'impact sur la valeur de l'entreprise (Bebchuk et Grinstein 2005 ; Harford et Li 2007). Toutefois, ce conflit d'agence peut être résolu par un contrôle plus étroit de la part des actionnaires et par une rémunération du dirigeant dépendant de la valeur de l'entreprise. À cet égard, Masulis et *al.* (2007) montrent qu'une plus grande discipline des dirigeants favorisée par la menace d'une prise de contrôle externe se traduit par des acquisitions plus favorables aux actionnaires de l'acquéreur. De la même façon, Minnick et *al.* (2011) constatent qu'un lien plus étroit entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise favorise les acquisitions créatrices de valeur dans le secteur bancaire.

En suivant un raisonnement analogue, nous faisons l'hypothèse que les acquisitions réalisées par des entreprises non cotées sont associées à une plus grande création de valeur. L'idée est que la prévalence des conflits d'agence est moins forte au sein des entreprises non cotées en raison de la plus grande concentration des actions entre les mains des dirigeants (Jensen 1989 ; Bargeron et *al.* 2008 ; Gao et *al.* 2013a). Il s'en suit que ces derniers sont moins susceptibles de poursuivre des acquisitions destructrices de valeur. Toutefois, le fait que ces sociétés ne sont pas cotées empêche de mesurer la valeur capturée par l'acquéreur à travers la réaction du marché. Pour contourner cette restriction, nous analysons la prime reçue par les actionnaires de la cible. Sur la base d'un échantillon d'acquisitions effectuées aux États-Unis, Betton et *al.* (2008) montrent que les acquéreurs cotés offrent des primes nettement plus élevées que des acquéreurs non cotés<sup>2</sup>. Alexandridis et *al.* (2013) rapportent un résultat identique tandis que Bargeron et *al.* (2008) montrent que les rendements

---

<sup>1</sup> Les résultats de Broye et Moulin (2010) montrent très clairement l'impact positif de la taille de l'entreprise sur la rémunération des administrateurs externes dans le cas des sociétés françaises.

<sup>2</sup> Betton et *al.* (2008) analysent les déterminants de la prime d'acquisition sans mettre en avant le statut de cotation de l'acquéreur.

anormaux de la cible autour de la date de l'annonce sont environ 8 % plus élevés lorsque l'acquéreur est une société cotée.

Dans cet article, nous analysons le cas des cibles françaises à partir de la base de données SDC Global M&A de Thomson Reuters. L'échantillon est constitué de 438 opérations annoncées entre janvier 1990 et avril 2014. Dans l'ensemble, les résultats confirment ceux de Betton et *al.* (2008) et d'Alexandridis et *al.* (2013). Les acquéreurs non cotés offrent en moyenne des primes inférieures de 8,7 % par rapport à ce que proposent les acquéreurs cotés. En tenant compte des caractéristiques de la cible (à savoir, la taille et le niveau d'endettement) et des caractéristiques de la transaction (comme le mode de paiement et la présence d'une offre concurrente), la différence de primes s'élève à 7,2 %. Cette légère diminution dans l'écart de primes s'explique surtout par le fait que les entreprises non cotées ont tendance à choisir des cibles plus endettées pour lesquelles les primes d'acquisition sont plus faibles (Kaufman 1988 ; Billett et Ryngaert 1997). L'analyse indique également que les primes d'acquisition diminuent avec la taille de la cible et augmentent en présence d'offres concurrentes. Nous montrons aussi que les acquéreurs étrangers non cotés offrent des primes plus faibles que leurs homologues français. Toutefois, la différence n'apparaît pas significative.

Notre analyse s'attache ensuite à déterminer l'effet du statut de cotation pour différents niveaux de primes. À l'aide de régressions quantiles, nous montrons que les entreprises non cotées sont moins susceptibles d'offrir des primes très élevées par rapport aux entreprises cotées. En revanche, la différence est moins importante quand les primes sont faibles ou situées autour de la médiane. Ces résultats se retrouvent dans l'étude de la rentabilité anormale de la cible dans une fenêtre entourant l'annonce de la transaction. Enfin, l'impact de la prime sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice est également manifeste. Pour un acquéreur coté, plus la prime offerte est élevée et plus la rentabilité anormale de ses titres dans les jours entourant l'annonce de la transaction est négative. Par extension, l'effet sur la valeur des acquéreurs non cotés devrait être similaire.

Dans l'ensemble, nos résultats sont conformes à l'idée que les sociétés non cotées bénéficient d'une meilleure gouvernance du fait de la convergence d'intérêt plus étroite entre leurs dirigeants et leurs actionnaires (Jensen 1989 ; Barger et *al.* 2008 ; Gao et *al.* 2013a). En faisant preuve d'une plus grande retenue dans leurs offres d'acquisition, les entreprises non cotées sont moins susceptibles de surpayer leurs cibles et de dégrader ainsi leur valeur (Datta et *al.* 1992 ; Haunschild 1994 ; Hayward et Hambrick 1997). Ceci pourrait également expliquer qu'elles soient associées à des performances supérieures à celles des entreprises cotées.

## 2. Revue de littérature et hypothèses

### 2.1. Motivations économiques des fusions et acquisitions

Les fusions et acquisitions sont susceptibles d'avoir un impact considérable sur la performance des entreprises. Les sources de gain les plus importantes sont liées à l'exploitation d'économies d'échelle et à la mise en œuvre de synergies opérationnelles. Healy et *al.* (1992) montrent que les entreprises fusionnées accroissent leur efficacité productive ce qui justifie la revalorisation de leurs titres au moment de l'annonce de leur fusion. Devos et *al.* (2009) estiment les gains de productivité à environ 8,4 % de la valeur combinées des deux firmes tandis que les économies d'impôts ne représentent au mieux que 1,6 % de cette valeur. De plus, le lien entre la réaction du marché et l'ampleur des synergies estimées est plus fort lorsque les entreprises fusionnées sont dans le même secteur d'activité. Les fusions et acquisitions paraissent de ce fait correspondre à des opérations bénéfiques.

Dans le même ordre d'idée, Maksimovic et Phillips (2001) soulignent que les acquéreurs sont généralement des firmes dont la productivité est élevée. Ces dernières profitent de cet avantage pour prendre le contrôle d'actifs moins bien gérés dans le but d'en améliorer la productivité. Les firmes les plus efficaces ont ainsi tendance à accélérer leur croissance alors que les firmes les moins efficaces sont amenées à vendre leurs actifs et à réduire l'étendue de leurs activités.

Les fusions et acquisitions aident aussi les entreprises à obtenir les ressources dont elles ne disposent pas ou qu'elles ne sont pas en mesure de développer elles-mêmes. C'est le cas des ressources technologiques. King et *al.* (2008) soulignent que l'acquisition de technologies sert à compenser une faiblesse en matière de R&D. Le marché semble juger favorablement de telles opérations puisque la création de valeur augmente avec le différentiel d'intensité de R&D entre la cible et l'acquéreur. Un cas particulièrement intéressant est celui de l'acquisition de technologies par une firme capable de les intégrer dans ses produits afin d'en accélérer la commercialisation (Gao et *al.* 2013b). De façon générale, Capron et *al.* (1998) insistent sur le fait que les acquisitions permettent de redéployer les capacités de l'entreprise acquise. Les rendements anormaux sont d'ailleurs étroitement liés au degré de complémentarités entre les ressources de l'acquéreur et celles de la cible.

Une autre suggestion est que les fusions et acquisitions constituent une façon rapide d'accroître le pouvoir de marché des entreprises. À l'appui de cette thèse, Kim et Singal (1993) constatent que les compagnies aériennes américaines ayant fusionné ont ensuite sensiblement augmenté leurs prix sur les trajets concernés par leur fusion. Bhattacharyya et Nain (2011) s'intéressent aux prix des fournisseurs et montrent que ceux-ci ont tendance à baisser suite à une fusion impliquant leurs

clients. D'un autre côté, Fee et Thomas (2004) ne détectent aucun effet significatif sur la valeur des actions des fournisseurs, des clients et des concurrents d'entreprises ayant procédé à une fusion.

Il apparaît enfin que les fusions contribuent à réduire le risque des entreprises, ce qui accroît leur capacité d'endettement. Si cet avantage peut paraître illusoire en marché parfait, il s'avère profitable lorsqu'il existe des frictions comme, par exemple, des coûts de faillite. Cet avantage s'applique en particulier aux entreprises soumises à des contraintes de financement. Erel et *al.* (2015) remarquent que la sensibilité de leur niveau de trésorerie et la sensibilité de leur taux d'investissement à leurs flux de trésorerie disponibles diminuent considérablement suite à l'acquisition. De surcroît, leurs investissements augmentent sensiblement. L'acquisition des sociétés cibles semble ainsi améliorer leur accès au capital. Ces résultats confortent l'idée que les acquisitions atténuent les frictions financières auxquelles sont soumises les sociétés cibles.

## 2.2. Partage de la valeur créée entre l'acquéreur et la cible

Les études montrent qu'en moyenne les opérations de fusion et acquisition sont créatrices de richesse. Bradley et *al.* (1988) indiquent qu'aux États-Unis le gain total mesuré sur les 11 jours entourant la date de l'annonce de la fusion se situe à environ 7,4 % de la valeur combinée des deux firmes. Bhagat et *al.* (2005) rapportent un résultat similaire pour un échantillon de fusions plus récentes. En Europe, les gains apparaissent sensiblement plus modestes. Holmen et Knopf (2004) obtiennent des rendements anormaux de l'ordre de 4 % de la valeur des firmes fusionnées. Utilisant une fenêtre d'évènement plus étroite, Campa et Hernando (2004) estiment la création de valeur à 1,3 %. Ce résultat plutôt médiocre s'expliquerait par les nombreux obstacles à la réalisation de synergies dans le cas des opérations transnationales.

Tout aussi incontestable est le fait que les actionnaires de la cible capturent l'essentiel des gains synergétiques associés à la fusion. Martynova et Renneboog (2008) analysent un ensemble de travaux sur la question et constatent que l'estimation des gains diffère selon les études. Andrade et *al.* (2001) estiment que le gain pour les actionnaires de la cible est de l'ordre de 16 % sur une fenêtre de 3 jours autour de l'annonce. Pour des fenêtres plus larges, les gains peuvent être nettement plus élevés. Lang et *al.* (1989) rapportent des gains de plus de 40 % pour les actionnaires de la cible tandis que Kaplan et Weisbach (1992) évaluent ces gains à environ 27 %. Goergen et Renneboog (2004) constatent que les gains dans le cadre européen sont moins spectaculaires puisqu'ils se situent entre 11 % et 17 % de la valeur de la cible.

La raison pour laquelle les actionnaires de la cible gagnent autant est que les acheteurs se livrent souvent une vive concurrence ou surestiment les synergies qu'ils sont en mesure d'extraire de leur acquisition. Il en résulte que les gains obtenus par les actionnaires de l'acquéreur sont typiquement proches de zéro et souvent négatifs. Andrade et *al.* (2001) montrent que le gain pour l'acquéreur est négatif mais de façon peu significative. En revanche, Moeller et *al.* (2004) obtiennent des gains positifs mais qui reposent uniquement sur la bonne performance des acquéreurs de petite taille. Pour leur part, Alexandridis et *al.* (2010) montrent que le gain pour l'acquéreur est significativement négatif dans les pays anglo-saxons, mais apparaît positif dans les autres pays du monde en raison d'une moindre concurrence entre acquéreurs.

### 2.3. Explications du partage fondées sur les conflits d'agence

Plusieurs arguments fondés sur les conflits d'agence ont été proposés pour expliquer pourquoi les entreprises absorbantes ne tirent quasiment aucun bénéfice de leurs acquisitions. La volonté d'enracinement des dirigeants étant à l'origine de ces conflits, il s'en suit que les caractéristiques de l'entreprise et les moyens mis en œuvre pour encadrer l'opportunisme des dirigeants permettent de décrire une part substantielle du différentiel de performance entre acquéreurs.

Donaldson et Lorsch (1983) insistent sur le fait que les dirigeants des sociétés absorbantes sont à la recherche de leviers de croissance afin d'accroître leurs chances de survie à long terme mais aussi dans le but de se soustraire à la menace d'une prise de contrôle externe. Dans le même ordre d'idée, Amihud et Lev (1981) montrent que les acquisitions de diversification permettent à l'entreprise absorbante de réaliser des résultats opérationnels plus stables, ce qui permet à son dirigeant de réduire le risque pesant sur son capital humain. Shleifer et Vishny (1989) montrent de façon similaire que des fusions sont effectuées afin de favoriser la croissance à long terme de l'acquéreur et de renforcer l'enracinement de son dirigeant.

Utilisant le nombre de restrictions mises en place par l'entreprise pour se protéger contre une prise de contrôle externe, Masulis et *al.* (2007) démontrent que le gain pour l'acquéreur varie de façon inverse avec le degré d'enracinement du dirigeant. Plus les dirigeants sont en mesure de se soustraire à un contrôle effectif du marché, plus les acquisitions de l'entreprise sont destructrices de valeur. Harford et *al.* (2012) soulignent que ces dirigeants ont tendance à sélectionner des cibles avec lesquelles les synergies sont réduites. Ils sont également moins prédisposés à choisir des cibles non cotées pour lesquelles les gains sont normalement plus élevés. Et lorsque c'est le cas, ils ont tendance



à payer en cash ce qui ne permet pas aux actionnaires de la cible de pouvoir constituer un bloc de contrôle dont l'acquéreur pourrait ensuite bénéficier.

Dans la mesure où les entreprises familiales sont moins exposées à des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, on peut penser qu'elles sont associées à de meilleures décisions en matière d'acquisitions. Conformément à cette idée, Sraer et Thesmar (2007) estiment que les entreprises familiales françaises effectuent de meilleures acquisitions ce qui explique leur meilleure performance. Dans la même veine, Bouzgarrou et Navatte (2013) montrent que les acquisitions des sociétés familiales françaises cotées sont associées à une réaction plus favorable de la part des investisseurs. Ces résultats se retrouvent chez Ben-Amar et André (2006) dans le cas des entreprises canadiennes. En revanche, Alexandridis et *al.* (2013) n'observent qu'une différence de gains peu significative entre acquéreurs familiaux et non familiaux.

La présence d'investisseurs institutionnels dans le capital des acquéreurs semble également affecter la qualité de leurs acquisitions. Ahn et *al.* (2010) indiquent que la création de valeur pour l'acquéreur évolue favorablement avec la proportion des actions détenue par des investisseurs institutionnels. En faisant une comparaison entre pays, Alexandridis et *al.* (2010) montrent que cette création de valeur est liée à la part moyenne des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes du pays.

Une autre façon d'aligner les décisions des dirigeants sur l'intérêt des actionnaires est de leur offrir une rémunération en lien étroit avec la valeur de l'entreprise. Quand c'est le cas, Datta et *al.* (2001) montrent que les dirigeants procèdent à des acquisitions plus avantageuses pour leurs actionnaires. Au contraire, lorsque les dirigeants détiennent une participation négligeable dans leur entreprise, ils ont tendance à réaliser des acquisitions peu profitables et à surestimer la valeur de la cible (Agrawal et Mandelker 1987). Dans la même veine, Bargerou et *al.* (2008) montrent que le transfert de richesse au profit des actionnaires de la cible est plus important quand les dirigeants disposent d'une faible part des actions de leur entreprise.

#### 2.4. Influence du statut de cotation de l'acquéreur

L'étendue de la valeur capturée par l'acquéreur pourrait aussi être liée à son statut de cotation (à savoir si ce dernier est coté en bourse ou pas). En effet, les études semblent indiquer que les sociétés non cotées prennent de meilleures décisions par rapport aux sociétés cotées. La raison invoquée est que les conflits d'agence sont moins exacerbés au sein des entreprises non cotées du fait de la plus grande concentration de leurs titres entre les mains de leurs dirigeants (Jensen 1989).

Asker et *al.* (2014) montrent que les sociétés non cotées sont plus promptes à saisir les opportunités de croissance qui se présentent. Sheen (2009) indique qu'elles ont tendance à investir plus fortement avant un choc de demande positif alors que les firmes cotées le font plutôt avant un choc de demande négatif. D'autre part, les dirigeants des sociétés cotées semblent davantage enclins à repousser des projets créateurs de valeur dans le but d'atteindre leurs prévisions de résultats (Graham et *al.* 2005).

Les sociétés non cotées se distinguent aussi des sociétés cotées par leur détention de liquidités et par leur politique de dividendes. Gao et *al.* (2013a) constatent que les sociétés cotées détiennent en moyenne deux fois plus de liquidités que les sociétés non cotées. L'une des raisons est qu'elles préfèrent conserver leurs flux de trésorerie excédentaires plutôt que de les distribuer sous forme de dividendes. À ce titre, Michaely et Roberts (2011) soulignent que les sociétés cotées sont plus soucieuses de lisser leurs dividendes, ce qui s'accompagne d'une moindre sensibilité de leurs investissements à une évolution favorable de leurs opportunités de croissance.

Compte tenu de leur propension à prendre de meilleures décisions, il est probable que les entreprises non cotées réalisent des acquisitions plus avantageuses que celles réalisées par les entreprises cotées. La réaction du marché ne pouvant être calculée pour un acquéreur non coté, l'attention doit se reporter sur la prime offerte aux actionnaires de la cible ainsi que sur la rentabilité anormale obtenue par ces derniers. Toutes choses égales par ailleurs, la logique veut que, plus la prime ou plus la revalorisation de la cible est faible, plus la part des synergies conservées par l'acquéreur est importante (Datta et *al.* 1992 ; Haunschild 1994 ; Hayward et Hambrick 1997).

À l'appui de ce raisonnement, Betton et *al.* (2008) montrent que les acquéreurs non cotés offrent des primes sensiblement plus faibles par rapport aux acquéreurs cotés. De façon plus précise, Alexandridis et *al.* (2013) indiquent que la prime offerte par un acquéreur non coté est inférieure de 11,4 % en moyenne par rapport à la prime offerte par un acquéreur coté. Bargerion et *al.* (2008) rapportent que la rentabilité anormale des titres de la cible est supérieure de 8,5 % lorsque l'acquéreur est une société cotée. En suivant une approche similaire, Bugeja et Sinelnikov (2012) montrent que la création de valeur pour les actionnaires de la cible est significativement plus faible sur le marché australien lorsque l'acquéreur est une société non cotée.

Dans aucun des cas, la différence entre société opérationnelle et société sous contrôle financier n'apparaît déterminante. Les caractéristiques de la cible et de la transaction font l'objet à chaque fois d'une grande attention compte tenu du fait que les acquéreurs non cotés ont tendance à choisir des cibles plus petites et présentant un taux de croissance plus élevé. La conclusion de ces études est que

les acquéreurs non cotés sont plus soucieux de ne pas surpayer de sorte qu'ils arrivent à mieux protéger la richesse de leurs actionnaires.

En lien avec ces résultats, nous formulons et testons l'hypothèse que (i) les acquéreurs non cotés offrent des primes plus faibles sur le marché français et que (ii) la rentabilité anormale des actions de la cible est plus faible dans le cas d'un acquéreur non coté.

## 2.5. Autres déterminants de la prime d'acquisition

Plusieurs études se sont récemment intéressées à la formation de la prime offerte aux actionnaires de la cible. Ismail (2011) étudie l'hypothèse que les primes sont liées aux synergies attendues par l'acquéreur. Ses résultats montrent cependant que synergies n'ont aucune influence sur le montant de la prime, ce qui laisse penser que les acquisitions ont d'autres motifs, comme celui de palier à un faible potentiel de croissance. Kim et *al.* (2011) mettent l'accent sur la pression ressentie par les dirigeants devant le besoin de maintenir une croissance comparable à celle que l'entreprise a connue dans le passé ou comparable à celle qu'enregistrent leurs concurrents. Cette pression se traduit par le fait que les entreprises ayant un besoin de croissance pressant sont celles qui ont tendance à offrir les primes les plus élevées.

Haunschild (1994) développe l'idée que les transferts de routines organisationnelles entre sociétés liées par la présence d'administrateurs communs jouent un rôle central dans la formation des primes. De fait, il ressort que les primes proposées sont proches de celles offertes par les autres sociétés avec lesquelles l'entreprise partage des administrateurs. Ce mimétisme est renforcé lorsque la cible est plus difficile à évaluer. Dans la même veine, Malhotra et *al.* (2015) montrent que les primes associées à des transactions similaires ayant précédé l'offre en question servent de point d'ancrage à la prime que va proposer l'acquéreur.

Uysal (2011) analyse le rôle de la structure financière de l'acquéreur. L'idée est que l'endettement de ce dernier affecte non seulement le mode de paiement et la fréquence de ses acquisitions, mais aussi le montant des primes proposées. Les tests effectués confirment ces prédictions. En particulier, il apparaît que les entreprises endettées offrent des primes inférieures de 8,3% par rapport aux autres acquéreurs. La Bruslerie (2013) propose d'analyser conjointement la prime et le mode de paiement. Le montant de la prime et la part du paiement en espèces sont alors positivement reliés, ce qui n'est pas le cas lorsque ces deux variables sont analysées séparément.

D'autres études plus anciennes notent l'influence des caractéristiques de la cible et de la transaction. Kaufman (1988) observe que la résistance de la cible joue de façon positive sur le montant de la prime. En revanche, son endettement et la part des actions détenues par l'acquéreur avant l'offre ont un effet négatif. Dans une approche plus théorique, Billett et Ryngaert (1997) confirme le lien entre l'endettement de la cible et la prime payée aux actionnaires de la cible tandis que Dimopoulos et Sacchetto (2014) montrent que la résistance de la cible explique souvent l'intégralité de la prime qu'elle reçoit. Pour finir, Alexandridis et *al.* (2013) soulignent que le risque de surpayer les actions de la cible diminue avec la taille de cette dernière.

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

Notre échantillon de primes d'acquisitions est constitué à partir de la base de données SDC Global M&A de Thomson Reuters. Les critères suivants ont été utilisés pour qu'une transaction apparaisse dans l'échantillon :

1. La cible doit être une société française.
2. La date d'annonce est comprise entre janvier 1985 et avril 2014.
3. La valeur de la cible doit être d'au moins 1 million d'euro.
4. La cible doit être cotée en bourse.
5. Elle doit être une société non financière.
6. L'acquéreur doit être une société non financière.

Le rôle des critères 1 et 2 est de former un échantillon de cibles françaises sur une période de 30 ans à la date d'extraction des données. Le critère 3 impose une taille minimale pour la cible afin d'écarter les transactions insignifiantes dont la prime pourrait ne pas être représentative. Le critère 4 est nécessaire pour avoir une valeur de référence pour la cible et estimer ainsi la prime d'acquisition. Le critère 5 exclut les sociétés financières dans le but de constituer un échantillon de cibles homogène. De la même manière, le critère 6 restreint le type d'acquéreurs pour pouvoir mieux les comparer selon leur statut de cotation. En revanche, il convient de souligner que les acquéreurs peuvent être aussi bien français qu'étrangers.

Au total, 4 248 transactions satisfont aux trois premiers critères. L'application du critère 4 réduit l'échantillon est à 1 374 observations conformément au fait que la majorité des cibles n'est pas cotée en bourse (Faccio et *al.* 2006). L'élimination des sociétés financière retire 214 transactions. Enfin, la dernière condition restreint la taille de l'échantillon à 730 observations. Sur ce nombre, la prime

d'acquisition n'est rapportée par Thomson Reuters que pour 470 transactions.<sup>3</sup> Nous supprimons ensuite 26 observations pour lesquelles des données financières de la cible ne sont pas disponibles, ce qui réduit l'échantillon à 444 transactions.

Conformément à Betton *et al.* (2008) et Alexandridis *et al.* (2010), nous limitons enfin l'échantillon aux transactions dont la prime ne semble pas déraisonnable. En l'occurrence, nous imposons que la prime soit comprise entre la moitié et le double du cours des actions de la cible le jour précédent l'annonce. Cette condition permet d'assurer que nos résultats ne sont pas biaisés par des opérations de nature exceptionnelle. Pour donner un exemple de telles transactions, Expansion Brio a reçu en février 1995, une offre sur 100 % de ses actions de la part de l'opérateur américain Larson Juhl correspondant à une prime de 274,17 % sur le cours des actions de l'entreprise. De même, le SCAC a reçu en janvier 1992 une offre de société de négoce Delmas impliquant une prime de 257,72 %. Suite à cette dernière restriction, notre échantillon final est constitué de 438 observations.

Le tableau 1 donne la répartition de l'échantillon par année pour l'ensemble des acquéreurs et pour les acquéreurs non cotés seulement. Notons qu'aucune transaction annoncée avant janvier 1990 n'a pu satisfaire les conditions imposées pour être retenue dans l'échantillon. À première vue, le nombre de transactions varie énormément dans le temps. Un pic est atteint en 1999 au plus fort de la bulle internet avec un total de 41 acquisitions et plus de 126 milliards d'euros de capitaux impliqués. Près de 30 % des acquisitions sont initiées par des entreprises non cotées<sup>4</sup>. Ce chiffre oscille entre 0 % et plus de 50 % suivant l'année. De façon plus précise, le nombre et la proportion de transactions liées à un acquéreur non coté ont tendance à baisser lorsque les marchés sont en situation de surchauffe (période 1998-2000 et 2006). Au contraire, ces deux indicateurs ont tendance à croître quand les valorisations boursières paraissent plus attractives (période 2008-2011). Cette observation confirme l'analyse de Maksimovic *et al.* (2013) pour qui les acquisitions réalisées par les entreprises cotées sont pro-cycliques à l'inverse de celles effectuées par les entreprises non cotées. Ce comportement va aussi dans le sens de l'hypothèse selon laquelle les entreprises non cotées sont plus soucieuses de préserver la richesse de leurs propriétaires.

Les statistiques descriptives de l'échantillon sont présentées dans le tableau 2 tandis que la définition des variables figure en Annexe. La prime, calculée par rapport au prix des actions de la cible le jour

---

<sup>3</sup> Moeller *et al.* (2004) regrettent que les données concernant les primes payées pour des cibles cotées ne soient pas toujours disponibles. Betton *et al.* (2008) expliquent que c'est la raison pour laquelle la plupart des études empiriques estiment cette prime par la rentabilité anormale des actions de la cible autour de la date d'annonce. Un exemple de cette approche est donné par Bugeja et Sinelnikov (2012).

<sup>4</sup> Ce ratio est proche des 27 % rapportés par Barger et *al.* (2008) pour le marché américain.

précédant l'annonce, est en moyenne légèrement supérieure à 18,2 %. Par rapport aux transactions réalisées aux États-Unis, les primes offertes pour des cibles françaises paraissent généralement plus faibles. Alexandridis et *al.* (2010) font remarquer que la concurrence intense prévalant sur le marché américain pousse à la hausse le niveau des primes offertes. Comme déjà indiqué, l'acquéreur est une société non cotée dans près de 30 % des transactions. Dans 2,7 % des cas, l'offre suscite l'hostilité des dirigeants de la société convoitée. En moyenne, un peu moins de la moitié du paiement se fait en espèces tandis que 14,17 % du paiement se fait en échange des actions de l'acquéreur. Dans 5,2 % des cas, une offre concurrente d'une ou plusieurs autres entreprises peut être relevée. Enfin, plus de la moitié des acquisitions correspond à une diversification en dehors du secteur industriel de l'acquéreur (défini au sens large). Ce pourcentage grimpe à près de 62 % en utilisant une classification plus étroite de l'industrie<sup>5</sup>.

#### **4. Résultats empiriques**

##### **4.1. Analyse univariée**

Le tableau 3 compare la prime d'acquisition et les caractéristiques de la transaction et de la cible suivant le statut de cotation de l'acquéreur. Conformément à Betton et *al.* (2008) les entreprises non cotées offrent des primes plus faibles par rapport aux entreprises cotées. La différence d'environ 8,7 % est significative au seuil de 1 %. Cette différence de primes entre acquéreurs cotés et non cotés est sensiblement supérieure à celle souvent constatée pour les cibles américaines (entre 5 % et 6 %), bien que les primes soient plus élevées aux États-Unis<sup>6</sup>. La plupart des autres variables présentent aussi des différences statistiques importantes suivant le statut de cotation de l'acquéreur, ce qui suggère que les entreprises non cotées choisissent leurs cibles et structurent leurs offres différemment par rapport aux entreprises cotées. Pour commencer, le montant de leurs acquisitions est nettement plus faible. Ceci s'explique notamment par la part plus faible du capital de la cible concernée par la transaction (environ 47 % contre près de 65 %) et le pourcentage plus faible d'acquisitions impliquant un changement de contrôle (environ 54 % contre près de 77 %). La proportion des offres accueillies de manière hostile est également plus faible dans le cas d'un acquéreur non coté (moins de 1 % contre environ 3,6 % des cas pour un acquéreur coté).

---

<sup>5</sup> Les secteurs macro industriels sont constitués par les produits de grande consommation, l'énergie, la santé, les hautes technologies, les biens industriels, les matériaux, les médias, l'immobilier, la vente de détail, les produits de consommation courante et les télécommunications. La classification industrielle plus fine comprend 57 secteurs.

<sup>6</sup> Alexandridis et *al.* (2013) rapportent une différence plus importante de 11,4 % mais qui concerne des primes calculées sur le cours de la cible 4 semaines avant l'annonce.

Dans la mesure où leurs titres sont handicapés par un manque de liquidité, les entreprises non cotées se servent beaucoup moins de leurs actions pour financer leurs acquisitions (environ 2,2 % du financement contre près de 19,2 % pour les acquéreurs cotés). Le paiement en espèces tend donc à être plus fréquent dans le cas d'un acquéreur non coté (environ 54,3 % du financement contre 49,0 %). Toutefois, cette différence apparaît statistiquement moins significative. De façon plus nette, les entreprises non cotées ont tendance à choisir une cible en dehors de leur secteur d'activité (dans près de 70 % des cas contre moins de 44 % des cas pour les entreprises cotées). Cette différence suggère que leurs acquisitions sont moins destinées à réaliser des économies d'échelle qu'à contribuer au développement de la firme dans de nouveaux secteurs ou pour l'aider à acquérir des ressources qu'elle ne possède pas. Les synergies étant alors plus difficiles à estimer, il est probable que les propriétaires de la cible soient moins assurés de pouvoir obtenir des primes élevés.

#### 4.2. Modèles explicatifs des primes d'acquisition

Bien que les résultats initiaux soient conformes à l'idée que les acquéreurs non cotés sont davantage soucieux de protéger la richesse de leurs actionnaires en proposant des primes plus faibles, les différences de caractéristiques concernant les cibles pourraient expliquer ce résultat. Il suffirait par exemple que les acquéreurs non cotés privilégient des cibles plus grandes pour lesquelles les primes d'acquisition sont typiquement plus faibles pour obtenir le résultat observé<sup>7</sup>. Afin de contrôler ces différences, nous utilisons un premier modèle de régression dans lequel les deux variables de contrôle sont la taille et le niveau d'endettement de la cible :

$$\text{Prime d'acquisition} = \alpha + \beta_1 \text{Acquéreur non coté} + \beta_2 \log(\text{Total actifs}) + \beta_3 \text{Dette/actifs} + \epsilon \quad (1)$$

Selon les résultats de Betton et *al.* (2008) obtenus aux États-Unis, le coefficient associé à la taille de la cible devrait être négatif. Alexandridis et *al.* (2013) confirment le fait que les acquéreurs paient des primes plus faibles pour des cibles de taille relativement plus grande. Conformément à ce résultat, Bauguess et *al.* (2009) indiquent que la rentabilité anormale cumulée de la cible décroît avec la taille de cette dernière. Le taux d'endettement de la cible devrait enfin contribuer à limiter la prime offerte par l'initiateur de la transaction. En effet, les actionnaires d'une firme lourdement endettée pourront plus difficilement résister à une offre suffisamment intéressante. À l'appui de ce raisonnement, Bauguess et *al.* (2009) montrent que la rentabilité anormale cumulée de la cible évolue inversement avec son niveau d'endettement.

<sup>7</sup> Voir Alexandridis et *al.* (2013) pour une analyse de l'influence de la taille relative de la cible sur la prime d'acquisition.

Afin de prendre en compte les caractéristiques propres à chaque offre, nous étendons le modèle précédent en incluant la proportion du paiement en actions et quatre variables muettes indiquant un changement de contrôle, la réaction hostile de la cible, la présence d'une offre concurrente, et le fait que l'acquéreur et la cible opèrent dans le même secteur industriel<sup>8</sup> :

$$\begin{aligned}
 \text{Prime d'acquisition} = & \alpha + \beta_1 \text{Acquéreur non coté} + \beta_2 \log(\text{Total actifs}) + \beta_3 \text{Dette/actifs} \\
 & + \beta_4 \text{Changement de contrôle} + \beta_5 \text{Réaction hostile} + \beta_6 \text{Offre concurrente} \\
 & + \beta_7 \text{Paiement en actions} + \beta_8 \text{Intra industrie} + \epsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

La variable de changement de contrôle indique que l'acquéreur possède moins de 50 % des actions de la cible avant l'offre et vise à détenir plus de 50 % après l'offre. Le coefficient associé à cette variable devrait être positif dans la mesure où le contrôle de l'entreprise procure des bénéfices privés. Dyck et Zingales (2004) estiment que les blocks de contrôle se négocient en moyenne avec une prime de 14 % sur le prix des actions. Dans le même sens, Doidge (2004) montre que la réduction attendue des bénéfices privés induite par une cotation sur les marchés américains est associée à une revalorisation plus importante des titres des actionnaires minoritaires.

Selon Dimopoulos et Sacchetto (2014), la réaction hostile de la cible devrait avoir un impact positif sur la prime car elle oblige l'initiateur à se montrer plus généreux s'il entend conclure la transaction. Barger et al. (2008) montrent que l'excès de rendement obtenu par les actionnaires de la cible est positivement lié à cette variable. En revanche, l'utilisation des actions de l'acquéreur pour financer la transaction devrait avoir un effet négatif sur la prime. En effet, on peut penser que l'émission d'actions reflète une contrainte financière plus forte qui empêche l'acquéreur de se montrer trop généreux. Savor et Lu (2009) obtiennent des résultats conformes à cette hypothèse. De façon analogue, Huang et Walkling (1987) et Kaufman (1988) constatent que le paiement en espèces est associé à des primes plus élevées.

Comme le suggèrent les résultats d'Alexandridis et al. (2010), la présence d'offres concurrentes devrait être associée à des primes plus élevées. Toutefois, Betton et al. (2008) indiquent qu'une prime élevée peut servir à dissuader d'autres acquéreurs potentiels. D'où une relation négative entre le niveau de la prime et la présence d'offres concurrentes. Enfin, le fait de choisir une cible dans le même secteur d'activité pourrait avoir un effet équivoque. Betton et al. (2008) notent que les fusions

---

<sup>8</sup> Nous n'utilisons pas toutes les variables listées dans le tableau 2 afin d'éviter des problèmes de multicollinéarité. Toutes les variables sont directement issues ou calculées à partir des données de la base SDC Global M&A de Thomson Reuters.



dans le même secteur ne sont pas associées à des primes plus élevées. Au contraire, Officer (2003) observe un effet positif sur la prime tandis que Alexandridis et *al.* (2010) constatent un effet négatif sur la prime mais pas sur l'excès de rendement de la cible<sup>9</sup>.

Avant de passer aux résultats des régressions, il est utile de présenter la corrélation entre les variables explicatives de la prime d'acquisition. Le tableau 4 montre que la taille de la cible est associée à une probabilité plus faible d'un changement de contrôle, à une probabilité plus élevée d'une offre concurrente et à une probabilité plus élevée d'un paiement en actions. Le paiement en actions semble accompagner plus souvent des acquisitions dans le même secteur et un changement de contrôle<sup>10</sup>. Ce type d'acquisitions donne aussi plus souvent lieu à une offre concurrente. Enfin, la dernière ligne indique que les acquéreurs non cotés sont moins susceptibles de payer en utilisant leurs actions. Ils ont également davantage tendance à viser une cible en dehors de leur secteur d'activité et sont moins susceptibles de rechercher une prise de contrôle majoritaire.

#### 4.3. Résultats des régressions multivariées

Le tableau 5 présente les résultats des régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires. La première colonne confirme que les entreprises non cotées sont associées à des primes d'acquisition plus faibles. La différence d'environ 6,5 % est moins grande que celle indiquée par l'analyse univariée. Elle s'explique par l'influence négative du ratio d'endettement de la cible sur la prime d'acquisition et par le fait que les acquéreurs non cotés ont tendance à choisir des cibles plus endettées. En revanche, l'influence négative de la taille de la cible sur la prime d'acquisition ne devrait pas affecter la prime offerte par les acquéreurs non cotés dans la mesure où ces derniers choisissent des cibles de taille comparable à celles que choisissent les acquéreurs cotés.

Le résultat de la deuxième colonne confirme l'hypothèse que les entreprises non cotées proposent des primes moins élevées. Les coefficients associés aux caractéristiques de la cible demeurent quasiment inchangés par rapport à ceux indiqués dans la première colonne. Toutefois, la prise en compte des caractéristiques de la transaction conduit à un meilleur ajustement avec un  $R^2$  passant de 7,5 % à 9,65 %. Contrairement aux résultats de Betton et *al.* (2008) les opérations hostiles ne semblent pas associées à des primes plus élevées. Ce résultat est conforme à ceux d'Alexandridis et *al.* (2010) qui notent que les transactions hostiles ne s'accompagnent de primes plus élevées qu'aux

---

<sup>9</sup> Les résultats d'Alexandridis et *al.* (2010) montrent en fait que la prime est plus élevée lorsque la transaction concerne une cible située en dehors du secteur d'activité de l'acquéreur.

<sup>10</sup> Faccio et Masulis (2005) montrent que la probabilité d'un paiement en cash diminue avec la taille de la cible et pour des acquisitions dans le même secteur d'activité que celui de l'acquéreur.

États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, mais pas dans le reste du monde. Comme dans leur étude, le paiement en actions est associé à des primes légèrement plus faibles. Enfin, la présence d'autres acquéreurs est associée à des primes plus élevées. Betton et *al.* (2008) et Alexandridis et *al.* (2010) indiquent que le jeu de la concurrence contribue à faire grimper les primes d'acquisition.

La troisième colonne distingue la nationalité de l'acquéreur. Le résultat principal est que les acquéreurs étrangers non cotés semblent faire preuve d'une retenue encore plus grande dans la formulation de leurs offres d'achat. Toutefois, leur nombre limité empêche de donner à cette différence un caractère statistiquement fiable.

#### 4.4. Analyse à l'aide de régressions quantiles

L'utilisation de régressions quantiles peut s'avérer fructueuse lorsque l'effet sur la variable dépendante varie avec le niveau de cette dernière. En outre, elle présente l'avantage de ne retenir aucune hypothèse sur la nature de la distribution du terme d'erreur et elle s'avère robuste en présence de valeurs inhabituelles de la variable dépendante (Koenker et Bassett 1978 ; Mansali 2009). Dans le cas qui nous concerne, la question est de savoir si les variables explicatives ont un effet différent selon que la prime d'acquisition est forte ou faible. Pour cela, nous examinons l'effet autour d'un quantile bas (primes situées autour des 25 % les plus faibles) et autour d'un quantile haut (primes situées autour des 25 % les plus élevées).

Le tableau 6 montre que le statut de cotation joue un rôle significatif uniquement lorsque la prime d'acquisition est élevée. De plus, le coefficient de la régression est environ deux fois plus négatif que celui obtenu par la méthode des moindres carrés puisqu'il atteint -13,45 % contre -6,2 %. En revanche, le statut de cotation ne semble jouer qu'un rôle négligeable lorsque la prime d'acquisition est située dans la médiane ou parmi les primes les plus faibles. Ces résultats suggèrent que les entreprises non cotées sont beaucoup plus soucieuses de ne pas se lancer dans des surenchères qui pourraient porter préjudice à leurs actionnaires. En revanche, pour les transactions associées à des primes plus modestes, le statut de cotation ne semble pas constituer un facteur décisif.

Par ailleurs, on peut observer que la taille de la cible semble pousser à la baisse les primes offertes uniquement lorsque ces dernières sont relativement élevées, mais n'a pas d'impact significatif lorsque les primes sont faibles. De même, le paiement en actions réduit sensiblement la prime uniquement lorsque celle-ci est autour des 25 % les plus élevées. Inversement, la présence d'offres concurrentes semble pousser les primes d'acquisition à la hausse de façon significative, surtout lorsqu'elles font partie des 25 % les plus faibles.

#### 4.5. Analyse de la création de valeur pour la cible et pour l'acquéreur

Une façon alternative d'évaluer la prime versée par l'acquéreur consiste à mesurer la rentabilité anormale perçue par les actionnaires de la cible. Betton et *al.* (2008) indiquent que la difficulté à obtenir le montant des primes offertes par l'acquéreur a conduit de nombreux auteurs à utiliser cette approche. Partant de l'échantillon de transactions pour lesquelles la prime est disponible, nous retenons les cas pour lesquels la rentabilité journalière de la cible peut être calculée autour de la date d'annonce. Les transactions pour lesquelles la cotation des actions de la cible est suspendue ont été exclues de l'échantillon. 251 transactions sont ainsi conservées<sup>11</sup>. Par souci de simplicité, la rentabilité anormale des cibles est calculée en retranchant la performance de l'indice CAC40. Cette rentabilité anormale est ensuite cumulée sur les 3 jours autour de l'offre. S'agissant d'une estimation de la prime d'acquisition, nous utilisons le même modèle que celui décrit par l'équation 2.

La régression des moindres carrés présentée dans le tableau 7 montre que les rentabilités anormales cumulées sont moins bien expliquées que dans le cas des primes avec un  $R^2$  de 5,74 % contre un  $R^2$  de 9,65 % pour le modèle des primes. La variable explicative la plus significative est l'indicateur d'une acquisition dans la même industrie. Le coefficient positif semble suggérer que les investisseurs anticipent des synergies plus importantes pour ce type d'acquisitions. Comme dans l'analyse des primes, la taille de la cible a un effet négatif sur la valeur reçue par les actionnaires de la cible. Alexandridis et *al.* (2013) obtiennent un résultat analogue. D'un autre côté, l'influence du statut de cotation semble peu significative. Les régressions quantiles soulignent toutefois que le gain pour les actionnaires de la cible peut être sensiblement plus faible quand l'acquéreur n'est pas coté. Même s'ils sont moins significatifs, ces résultats confirment l'idée que les acquéreurs non cotés sont plus réticents à offrir des primes élevées qui pourraient amputer la richesse de leurs propriétaires.

Une façon indirecte de souligner la plus grande attention des firmes non cotées pour l'intérêt de leurs actionnaires est d'évaluer l'impact de la prime sur la rentabilité anormale des firmes initiatrices. Pour cela, ces dernières doivent forcément être cotées. Un impact très négatif de la prime tendrait à prouver que le fait d'offrir des primes très élevées est une décision préjudiciable pour les actionnaires de l'acquéreur (Datta et *al.* 1992 ; Haunschild 1994 ; Hayward et Hambrick 1997). Comme les firmes non cotées ont tendance à offrir des primes plus faibles, il est possible de conclure par extension qu'elles protègent mieux la richesse de leurs actionnaires.

---

<sup>11</sup> Nous vérifions que les résultats précédents restent valables pour ce sous-échantillon.

Le tableau 8 présente le résultat des régressions de la rentabilité anormale de l'acquéreur sur la prime d'acquisition. L'échantillon est restreint aux acquéreurs cotés présents dans l'échantillon initial. En raison du fait que la plupart des acquéreurs sont non cotés, le nombre d'observations est réduit à 147 transactions. Comme dans le cas précédent, la rentabilité anormale est calculée sur les 3 jours autour de l'offre. L'examen de la régression des moindres carrés montre que les investisseurs apprécient les acquisitions dans le même secteur d'activité pour lesquelles ils anticipent des synergies plus importantes. Toutefois, le montant de la prime ne semble pas influencer la réaction du marché. Il est nécessaire de se reporter au résultat des régressions quantiles pour faire apparaître l'effet négatif de la prime sur la rentabilité anormale de l'acquéreur. C'est surtout vrai lorsque la réaction du marché est très positive (pour une rentabilité anormale dans le quartile supérieur). Alexandridis et *al.* (2013) montrent que l'impact de la prime sur le gain pour l'acquéreur est plus significatif aux États-Unis. Néanmoins, nos résultats demeurent conformes à l'hypothèse formulée.

## 5. Conclusion

Dans cet article, notre objectif était de tester l'idée que les entreprises non cotées font preuve d'une plus grande retenue dans leurs offres d'acquisition. L'argument principal repose sur le fait que les entreprises non cotées sont souvent détenues par leurs dirigeants et, en tout état de cause, étroitement contrôlées par leurs actionnaires principaux, ce qui les amène à prendre davantage en compte les conséquences négatives d'une offre trop généreuse sur la richesse de leurs actionnaires.

Partant d'un large échantillon d'entreprises cotées françaises ayant reçu une offre d'achat entre 1990 et 2014, nous obtenons des résultats conformes à notre hypothèse. Les acquéreurs non cotés offrent en moyenne des primes 8,7 % plus faibles par rapport à celles proposées par les acquéreurs cotés. En prenant en compte les caractéristiques de la cible et de l'offre, la différence de primes s'élève aux alentours de 7,2 %. Ces résultats étendent pour la première fois au marché français les résultats de Betton et *al.* (2008) et d'Alexandridis et *al.* (2013) tirés du contexte américain.

Nous montrons, d'autre part, que l'effet du statut de cotation de l'acquéreur varie suivant l'ampleur de la prime. Plus précisément, la retenue exercée par les acquéreurs non cotés s'applique surtout aux transactions dont la prime est élevée. En évitant de surpayer leurs acquisitions, les entreprises non cotées prennent soin de ne pas transférer la valeur de leurs actionnaires au profit des actionnaires de la cible. Ce comportement prudent pourrait s'expliquer par la convergence d'intérêts plus étroite entre les dirigeants et les actionnaires des entreprises non cotées (Jensen 1989).

Enfin, l'analyse de la réaction du marché confirme les résultats tirés des primes d'acquisition. Le gain au bénéfice des actionnaires de la cible est environ 1% plus faible quand l'acquéreur est non coté. Mais il peut atteindre jusqu'à 5 % pour les acquisitions dont la prime est située dans le quartile supérieur. Ce résultat est analogue à celui obtenu par Bargaron et *al.* (2008) aux États-Unis. L'impact du montant de la prime sur la valeur des titres de l'acquéreur est également flagrant lorsque ce dernier est coté. Plus la prime est élevée et plus la réaction des investisseurs est négative. Par ailleurs, cette réaction a tendance à s'amplifier quand la prime est élevée.

## **Bibliographie**

- Agrawal A. et Mandelker G.N. (1987), « Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions », *Journal of Finance*, vol. 42, n° 4, p. 823-837.
- Ahn S., Jiraporn P. et Kim Y.S. (2010), « Multiple Directorships and Acquirer Returns », *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, n° 9, p. 2011-2026.
- Alexandridis G., Petmezas D. et Travlos N.G. (2010), « Gains from Mergers and Acquisitions around the World: New Evidence », *Financial Management*, vol. 39, n° 4, p. 1671-1695.
- Alexandridis G., Fuller K.P., Terhaar L. et Travlos N.G. (2013), « Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains », *Journal of Corporate Finance*, vol. 20, p. 1-13.
- 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.
- Andrade G., Mitchell M. et Stafford E. (2001), « New Evidence and Perspectives on Mergers », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 103-120.
- Asker J., Farre-Mensa J. et Ljungqvist A. (2014), « Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle? », *Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 2, p. 342-390.
- Barabel M. et Meier O. (2002). « Biais cognitifs du dirigeant, conséquences et facteurs de renforcement lors de fusions-acquisitions: synthèse et illustrations », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 1, p. 5-42.
- Bargaron L., Schlingemann F.P., Stulz R.M. et Zutter C.J. (2008), « Why Do Private Acquirers Pay So Little Compared to Public Acquirers? », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 3, p. 375-390.
- Bauguess S.W., Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Zutter C.J. (2009), « Ownership Structure and Target Returns », *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n° 1, p. 48-65.
- Bhagat S., Dong M., Hirshleifer D. et Noah R. (2005), « Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 76, n° 1, p. 3-60.
- Bhattacharyya S. et Nain A. (2011), « Horizontal Acquisitions and Buying Power: A Product Market Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 99, n° 1, p. 97-115.

- Bebchuk L. et Grinstein, Y. (2005), « Firm Expansion and CEO Pay », NBER Working Paper n° 11886.
- Ben-Amar W. et André P. (2006), « Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, n° 3-4, p. 517-543.
- Betton S., Eckbo B.E. et Thorburn K.S. (2008), « Corporate Takeovers », in B.E. Eckbo, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 2, Elsevier, p. 291-430.
- Billett M.T. et Ryngaert M. (1997), « Capital Structure, Asset Structure and Equity Takeover Premiums in Cash Tender Offers », *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, n° 2, p. 141-165.
- Bouzgarrou H. et Navatte P. (2013), « Ownership Structure and Acquirers Performance: Family Vs. Non-Family Firms », *International Review of Financial Analysis*, vol. 27, p. 123-134.
- Bradley M., Desai A. et Kim E.H. (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.
- Broye G. et Moulin Y. (2010), « Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 15, n° 1-2, p. 67-98.
- Bugeja M. et Sinelnikov K. (2012), « Public versus Private Takeovers of Australian Stock Exchange Listed Targets », *Australian Journal of Management*, vol. 37, n° 3, p. 391-414.
- Campa J.M. et Hernando I. (2004), « Shareholder Value Creation in European M&As », *European Financial Management*, vol. 10, n° 1, p. 47-81.
- Capron L., Dussauge P. et Mitchell W. (1998), « Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992 », *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 7, p. 631-661.
- Datta S., Iskandar-Datta M. et Raman K. (2001), « Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 2299-2336.
- Devos E., Kadapakkam P.R. et Krishnamurthy S. (2009), « How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 3, p. 1179-1211.
- Dimopoulos T. et Sacchetto S. (2014), « Preemptive Bidding, Target Resistance, and Takeover Premiums », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 3, p. 444-470.
- Doidge C. (2004), « U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 3, p. 519-553.
- Donaldson G. et Lorsch G. (1983), *Decision Making at the Top*, Basic Books.
- Dyck A. et Zingales L. (2004), « Private Benefits of Control: An International Comparison », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 537-600.
- Erel I., Jang Y. et Weisbach M.S. (2015), « Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints? », *Journal of Finance*, vol. 70, n° 1, p. 289-328.
- Faccio M., McConnell J. et Stolin D. (2006), « Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 1, p. 197-220.
- Faccio M. et Masulis R. (2005), « The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1345-1388.

- Fee C.E. et Thomas S. (2004), « Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customers, Supplier, and Rival Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 74, n° 3, p. 423-460.
- Fuller K., Netter J. et Stegemoller M. (2002), « What Do Returns to Bidding Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 4, p. 1763-1793.
- Gao H., Harford J. et Li K. (2013a), « Determinants of Corporate Cash Policy: Insights From Private Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n° 3, p. 623-639.
- Gao X., Ritter J. et Zhu Z. (2013b), « Where Have all the IPOs Gone? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 6, p. 1663-1692.
- Goergen M. et Renneboog L. (2004), « Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids », *European Financial Management*, vol. 10, n° 1, p. 9-45.
- Graham J., Campbell H. et Rajgopal S. (2005), « The Economic Implications of Corporate Financial Reporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, p. 3-73.
- Hamza T. (2007). « Les déterminants de la création de valeur pour l'acquéreur », *Revue Française de Gestion*, n° 176, p. 35-52.
- Harford J., Humphery-Jenner M. et Powell R. (2012), « The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers », *Journal of Financial Economics*, vol. 106, n° 2, p. 247-261.
- Harford J. et Li K. (2007), « Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, p. 917-949.
- Haunschild P.R. (1994), « How Much Is that Company Worth? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, n° 3, p. 391-411.
- Hayward M.L. et Hambrick D.C. (1997), « Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris », *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, n° 1, p. 103-27.
- 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.
- Holmen M. et Knopf J.D. (2004), « Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 1, p. 167-191.
- Huang Y. et Walkling R. (1987), « Target Abnormal Returns Associated With Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, p. 329-349.
- Ismail A. (2011), « Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives? », *Financial Management*, vol. 40, n° 4, p. 879-910.
- Jensen M. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 67, n° septembre-octobre, p. 61-75.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Jensen M. et Ruback R.S. (1983), « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, p. 5-50.

- Kaplan S.N. et Weisbach M.S. (1992), « The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 1, p. 107-138.
- Kaufman D. (1988), « Factors Affecting the Magnitude of Premiums Paid to Target-Firm Shareholders in Corporate Acquisitions », *Financial Review*, vol. 23, n° 4, p. 465-482.
- Kim E.H. et Singal V. (1993), « Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry », *American Economic Review*, vol. 83, n° 3, p. 549-569.
- Kim J.Y., Haleblan J. et Finkelstein S. (2011), « When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums », *Administrative Science Quarterly*, vol. 56, n° 1, p. 26-60.
- King D.R., Slotegraaf R.J. et Kesner I. (2008), « Performance Implications of Firm Resource Interactions in the Acquisition of R&D-Intensive Firms », *Organization Science*, vol. 19, n° 2, p. 327-340.
- Koenker R. et Bassett G. (1978), « Regression Quantiles », *Econometrica*, vol. 46, n° 1, p. 33-50.
- La Bruslerie H. (2013), « Crossing Takeover Premiums and Mix of Payment: An Empirical Test of Contractual Setting in M&A Transactions », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 6, p. 2106-2123.
- Lang L.H., Stulz R. et Walkling R.A. (1989), « Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 1, p. 137-154.
- Maksimovic V. et Phillips G. (2001), « The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains? », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 2019-2065.
- Maksimovic V., Phillips G. et Yang L. (2013), « Private and Public Merger Waves », *Journal of Finance*, vol. 68, n° 5, p. 2177-2217.
- Malhotra S., Zhu P. et Reus T.H. (2015), « Anchoring on the Acquisition Premium Decisions of Others », *Strategic Management Journal*, vol. 36, n° 12, p. 1866-1876.
- Mansali H. (2009), « La gestion des résultats et les performances comptables à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n° 4, p. 39-83.
- Martynova M. et Renneboog L. (2008), « A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 10, p. 2148-2177.
- Masulis R.W, Wang C. et Xie F. (2007), « Corporate Governance and Acquirer Returns », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 4, p. 1851-1889.
- Michaely R. et Roberts M. (2011), « Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms », *Review of Financial Studies*, vol. 25, n° 3, p. 711-746.
- Minnick K., Unal H. et Yang L. (2011), « Pay for Performance? CEO Compensation and Acquirer Returns in BHCs », *Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 2, p. 439-472.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Stulz R.M. (2004), « Firm Size and the Gains from Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 73, n° 2, p. 201-228.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1990), « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 1, p. 31-48.



- Navatte N. et Schier G. (2008), « La mesure de la performance des fusions–acquisitions : les apports des études récentes », *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 233, septembre-octobre, p. 43-49.
- Officer M.S. (2003), « Termination Fees in Mergers and Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, p. 431-467.
- Savor P. et Lu Q. (2009), « Do Stock Mergers Create Value for Acquirers? » *Journal of Finance*, vol. 64, n° 3, p. 1061-1097.
- Sheen A. (2009), « Do Public and Private Firms Behave Differently? An Examination of Investment in the Chemical Industry », Working Paper, UCLA.
- Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Value Maximization and the Acquisition Process », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 7-20.
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, p. 123-139.
- Sraer D. et Thesmar D. (2007), « Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market », *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n° 4, p. 709-751.
- Uysal V.B. (2011), « Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices », *Journal of Financial Economics*, vol. 102, n° 3, p. 602-620.

**Tableau 1 : Distribution de l'échantillon**

Année	Tous acquéreurs		Acquéreurs non cotés			
	N	Valeur en M€	N	Proportion	Valeur en M€	Proportion
<b>1990</b>	2	320	0	0,000	0	0,000
<b>1991</b>	16	2 011	10	0,625	1 161	0,577
<b>1992</b>	17	3 162	5	0,294	906	0,286
<b>1993</b>	19	6 436	9	0,474	4 834	0,751
<b>1994</b>	16	2 636	8	0,500	1 975	0,749
<b>1995</b>	5	520	2	0,400	319	0,612
<b>1996</b>	10	6 162	2	0,200	2 506	0,407
<b>1997</b>	7	1 933	2	0,286	409	0,211
<b>1998</b>	11	19 884	1	0,091	19	0,001
<b>1999</b>	41	126 172	5	0,122	301	0,002
<b>2000</b>	35	20 042	7	0,200	1 330	0,066
<b>2001</b>	25	13 036	4	0,160	2 990	0,229
<b>2002</b>	18	10 978	5	0,278	5 502	0,501
<b>2003</b>	14	8 253	1	0,071	159	0,019
<b>2004</b>	14	56 958	6	0,429	524	0,009
<b>2005</b>	29	19 288	10	0,345	4 660	0,242
<b>2006</b>	18	49 949	3	0,167	238	0,005
<b>2007</b>	30	19 045	8	0,267	5 395	0,283
<b>2008</b>	20	4 286	8	0,400	1 436	0,335
<b>2009</b>	15	774	7	0,467	135	0,174
<b>2010</b>	8	1 140	3	0,375	909	0,797
<b>2011</b>	29	6 992	12	0,414	1 172	0,168
<b>2012</b>	16	4 342	3	0,188	43	0,010
<b>2013</b>	17	2 619	6	0,353	315	0,120
<b>2014</b>	6	21 155	2	0,333	1 579	0,075
<b>Total</b>	438	408 095	129	0,295	38 814	0,095

Note : Les entreprises cibles sont des sociétés françaises non financières cotées en bourse. Les acquéreurs sont des entreprises non financières cotées ou non cotées.

**Table 2 : Statistiques descriptives**

	<b>Moyenne</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Prime d'acquisition	0,1822	0,2980	-0,4658	1,6383
Acquéreur non coté	0,2945	0,4563	0	1
Acquéreur non coté français	0,2420	0,4288	0	1
Acquéreur non coté étranger	0,0525	0,2233	0	1
Caractéristiques de l'offre :				
Log (valeur de la transaction)	4,2688	2,1981	-1,7720	10,8206
Part du capital concerné	0,5932	0,3307	0,0070	1
Part du capital visé	0,6617	0,3434	0,0070	1
Changement de contrôle	0,7032	0,4574	0	1
Offre concurrente	0,0525	0,2233	0	1
Réaction hostile	0,0274	0,1634	0	1
Paiement en espèces	0,4948	0,4917	0	1
Paiement en actions	0,1417	0,3386	0	1
Caractéristiques de la cible :				
Log (total actifs)	5,6227	2,3543	-2,3026	11,4479
Dette/ actifs	0,2724	0,4847	0	6,84
Intra industrie	0,3767	0,4851	0	1
Intra secteur macro	0,4886	0,5004	0	1

Note : L'échantillon est composé de 438 offres d'acquisition portant sur des sociétés françaises cotées en bourse. Les acquéreurs sont des entreprises non financières cotées ou non cotées. La définition des variables est donnée en Annexe.

**Tableau 3 : Caractéristiques de l'offre et de la cible selon le statut de cotation de l'acquéreur**

	Non coté	Coté	Différence	T-test
Prime d'acquisition	0,121	0,208	-0,087	-2,821 ***
Caractéristiques de l'offre :				
Log (valeur de la transaction)	3,654	4,523	0,869	-3,806 ***
Part du capital concerné	0,468	0,646	-0,178	-5,294 ***
Part du capital visé	0,540	0,713	-0,173	-4,932 ***
Changement de contrôle	0,543	0,770	-0,23	-4,869 ***
Réaction hostile	0,008	0,036	-0,03	-1,629
Offre concurrente	0,062	0,049	0,01	0,575
Paiement en cash	0,537	0,477	0,060	1,164
Paiement en actions	0,022	0,192	-0,169	-4,889 ***
Caractéristiques de la cible :				
Log (total actifs)	5,824	5,538	0,29	1,159
Dette/ actifs	0,354	0,238	0,12	2,298 **
Intra industrie	0,233	0,437	-0,20	-4,090 ***
Intra secteur macro	0,302	0,566	-0,26	-5,179 ***

Note : Ce tableau compare les caractéristiques de l'offre et de la cible selon le statut de cotation de l'acquéreur. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.

**Tableau 4 : Corrélations entre les variables explicatives**

		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
Log (total actifs)	[1]	1							
Dette/actifs	[2]	-0,0501	1						
Changement de contrôle	[3]	-0,2842*	-0,0761	1					
Réaction hostile	[4]	0,1607*	-0,0026	0,1090	1				
Offre concurrente	[5]	0,0102	-0,0221	0,1529*	0,1486*	1			
Paiement en actions	[6]	0,1378*	-0,0154	0,2320*	0,0716	-0,0105	1		
Intra industrie	[7]	-0,0534	-0,0796	0,1544*	0,1004	0,0916	0,1957*	1	
Acquéreur non coté	[8]	0,0554	0,1094	-0,2271*	-0,0778	0,0275	-0,2280*	-0,1922*	1

Note : \* dénote une significativité au seuil de 1 %.

**Tableau 5 : Régression de la prime d'acquisition sur le statut de cotation de l'acquéreur**

	(1)	(2)	(3)
Acquéreur non coté	-0,0649 ** (-2,29)	-0,0722 ** (-2,36)	-0,0620 * (-1,95)
Acquéreur non coté étranger			-0,0574 (-1,03)
Log (total actifs)	-0,0261 *** (-4,88)	-0,0229 *** (-4,01)	-0,0227 *** (-3,98)
Dette/actifs	-0,0688 *** (-4,41)	-0,0641 *** (-4,11)	-0,0643 *** (-4,13)
Changement de contrôle		0,0371 (1,06)	0,0369 (1,06)
Réaction hostile		0,0221 (0,42)	0,0204 (0,39)
Offre concurrente		0,1336 ** (2,16)	0,1351 ** (2,18)
Paiement en actions		-0,0751 ** (-2,09)	-0,0760 ** (-2,11)
Intra industrie	0,0344 (1,15)	0,0327 (1,06)	0,0338 (1,09)
Constante	0,3540 *** (7,83)	0,3140 *** (5,42)	0,3132 *** (5,40)
F test	12,68 ***	7,27 ***	6,51 ***
R <sup>2</sup>	0,0749	0,0949	0,0965
N observations	438	438	438

Note : Ce tableau rapporte les résultats de régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires. La variable dépendante est la prime offerte par rapport au prix des actions de la cible le jour précédant la date de l'annonce. Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.

**Tableau 6 : Régression quantile de la prime d'acquisition sur le statut de cotation de l'acquéreur**

	Quantile		
	0,25	0,50	0,75
Acquéreur non coté	-0,0055 (-0,30)	-0,0343 (-1,04)	-0,1345 *** (-3,29)
Acquéreur non coté étranger	-0,0620 (-0,59)	-0,0086 (-0,18)	-0,0182 (-0,26)
Log (total actifs)	-0,0036 (-0,87)	-0,0188 *** (-3,06)	-0,0281 *** (-4,17)
Dette/actifs	-0,0245 (-0,47)	-0,0577 (-1,58)	-0,0739 (-1,30)
Changement de contrôle	0,0384 * (1,82)	0,0557 (1,64)	0,0348 (0,88)
Réaction hostile	0,0879 (1,10)	0,0806 (1,19)	0,0292 (0,38)
Offre concurrente	0,1197 *** (2,80)	0,0911 (1,14)	0,1536 (1,57)
Paiement en actions	-0,0488 (-1,52)	-0,0414 (-1,14)	-0,1095 ** (-2,16)
Intra industrie	0,0084 (0,43)	0,0146 (0,45)	0,0751 * (1,82)
Constante	0,0110 (0,33)	0,2146 *** (3,38)	0,4751 *** (7,18)
Pseudo R <sup>2</sup>	0,0356	0,0651	0,0853
N observations	438	438	438

Note : Ce tableau rapporte les résultats de régressions quantiles. La variable dépendante est la prime offerte par rapport au prix des actions de la cible le jour précédant la date de l'annonce. Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.

**Tableau 7 : Analyse de la création de valeur pour les actionnaires de la cible**

	Régression	Régressions quantiles		
	MCO	25 %	50 %	75 %
	(1)	(2)	(3)	(3)
Acquéreur non coté	-0,0096 (-0,69)	0,0067 (0,51)	-0,0237 * (-1,95)	-0,0509 * (-1,79)
Log (total actifs)	-0,0054 * (-1,77)	-0,0035 (-1,18)	-0,0017 (-0,79)	-0,0050 (-0,75)
Dette/actifs	0,0021 (0,39)	0,0136 (0,56)	0,0117 ** (2,42)	0,0003 (0,01)
Changement de contrôle	-0,0006 (-0,04)	-0,0064 (-0,39)	-0,0006 (-0,07)	0,0295 (1,02)
Réaction hostile	0,0359 (0,62)	0,0359 (0,48)	-0,0180 (-0,20)	0,0768 (0,64)
Offre concurrente	-0,0351 (-1,23)	0,0185 (0,49)	0,0008 (0,04)	-0,0750 (-0,54)
Paieement en actions	0,0002 (0,62)	-0,0003 (-0,37)	0,0002 (0,55)	-0,0001 (-0,22)
Intra industrie	0,0351 ** (2,08)	0,0138 (1,09)	0,0207 (0,91)	0,0568 ** (2,04)
Constante	0,0585 ** (2,19)	-0,0092 (-0,34)	0,0386 ** (2,39)	0,1361 ** (2,44)
R <sup>2</sup>   Pseudo R <sup>2</sup>	0,0574	0,0167	0,0263	0,0682
N observations	251	251	251	251

Note : La variable dépendante est la rentabilité anormale cumulée de la cible dans la fenêtre de j-1 à j+1 autour de l'annonce de l'offre. Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.



**Tableau 8 : Analyse de la création de valeur pour les actionnaires de l'acquéreur**

	<b>Régression</b>	<b>Régressions quantiles</b>		
	<b>MCO</b>	<b>25 %</b>	<b>50 %</b>	<b>75 %</b>
	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(3)</b>
Prime d'acquisition	-0,0280 (-1,55)	-0,0114 (-0,50)	-0,0409 ** (-2,12)	-0,0688 *** (-3,23)
Log (total actifs)	-0,0026 (-1,13)	0,0016 (0,41)	-0,0017 (-0,71)	-0,0035 (-1,19)
Changement de contrôle	0,0047 (0,40)	0,0162 (0,89)	0,0066 (0,59)	0,0174 (1,25)
Réaction hostile	-0,0081 (-0,47)	-0,0080 (-0,32)	-0,0211 (-0,93)	-0,0337 (-1,13)
Offre concurrente	0,0146 (0,71)	0,0078 (0,26)	-0,0010 (-0,03)	-0,0077 (-0,18)
Paie ment en actions	-0,0001 (-0,80)	-0,0002 (-0,88)	-0,0001 (-0,71)	-0,0001 (-0,73)
Intra industrie	0,0274 ** (2,18)	0,0240 (1,41)	0,0262 * (1,97)	0,0339 ** (2,49)
Constante	0,0106 (0,43)	-0,0633 * (-1,66)	0,0121 (0,48)	0,0475 (1,45)
R <sup>2</sup>   Pseudo R <sup>2</sup>	0,0681	0,0251	0,0468	0,106
N observations	147	147	147	147

Note : La variable dépendante est la rentabilité anormale cumulée de l'acquéreur dans la fenêtre de j-1 à j+1 autour de l'annonce de l'offre. Le total des actifs concerne l'acquéreur. Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.

## Annexe : définition des variables

<b>Variable</b>	<b>Définition</b>
Valeur de la transaction	Montant de l'offre en million d'euros
Prime d'acquisition	Prix offert par action/ prix de l'action la veille de l'offre – 1
Part du capital concerné	Part des actions de la cible concernée par l'offre
Part du capital visé	Part des actions de la cible contrôlée à l'issue de l'offre
Changement de contrôle	Vaut 1 si la part du capital visé > 50 % et la part du capital avant l'offre = part du capital visé – part du capital concerné < 50 %
Réaction hostile	Indicateur concernant la réaction de la cible
Offre concurrente	Indicateur valant 1 si d'autres offres ont été formulées
Paiement en espèces	Proportion du paiement en espèces
Paiement en actions	Proportion du paiement en actions de l'acquéreur
Total actifs	Valeur comptable des actifs de la cible en million d'euros
Dette/actifs	Ratio d'endettement de la cible
Intra industrie	Code SIC à 2 chiffres identique pour l'acquéreur et la cible
Intra secteur macro	Code propre à SDC identique pour l'acquéreur et la cible