

Les groupements: motifs et réactions boursières

**Par
Marie-Hélène Kirouac**

**Présenté à
M. Guy Charest**

**Université Laval
7 janvier 2002**

Table des matières

CHAPITRE 1: Introduction	6
CHAPITRE 2: Démarche	12
CHAPITRE 3: L'expansion via groupement: définitions, types, étapes et obstacles	14
3.1 Définitions.....	14
3.2 Types d'expansion.....	17
3.3 Les étapes d'une OP	20
3.4 Les obstacles au groupement	31
CHAPITRE 4: Les motifs derrière l'initiative d'offre publique	35
4.1 Articles à motifs multiples	35
4.1.1 Berkovitch et Narayanan (1993).....	35
4.1.2 Amit et al. (1989) et Clark et Ofek (1994).....	40
4.1.3 Walker (2000)	42
4.2 Articles centrés sur un motif unique	43
4.2.1 Hypothèse de la « surconfiance » selon Roll (1986)	43
4.2.2 Les OP disciplinaires	48
4.2.3 Motivations reliées à l'impôt.....	58
4.2.4 Hypothèse des manageurs en conflit d'intérêts	61
4.2.5 St-Pierre (1991).....	62
4.3 Tableau-synthèse.....	64
CHAPITRE 5: L'effet des groupements sur la richesse des actionnaires	66
5.1 Les gains boursiers autour de l'offre	66
5.1.1 La synthèse de Jensen et Ruback (1983)	66
5.1.2 Effets des groupements réussis et non réussis: Asquith (1983).....	72
5.1.3 Gains synergiques des groupements: Bradley et al. (1988).....	78
5.1.4 Effets des groupements sur la richesse des initiatrices: Loderer et Martin (1990).....	82
5.1.5 Effets des OP au Royaume-Uni sur la richesse des actionnaires: Franks et Harris (1989).....	88
5.1.6 Les gains des initiatrices canadiennes ou américaines visant des cibles canadiennes: Eckbo et Thorburn (2000).....	88
5.1.7 Lien entre les variations de cours d'avant- et d'après- groupement: Schwert (1996).....	90
5.2 Les rendements postérieurs aux initiatives de groupement	92
5.2.1 La performance postérieure des initiatrices : Rau et Vermaelen (1998) et Loderer et Martin (1992)	92
5.2.2 La performance des actionnaires à long terme de firmes impliquées dans des groupements: Loughran et Vijh (1997).....	97

5.2.3 Évolution de la performance postérieure au groupement selon les flux d'exploitation respectifs: Healy, Palepu et Ruback (1992)	99
5.2.4 Performance post-groupement des initiatrices : Franks, Harris et Titman (1991)	103
5.2.5 Le destin des initiatrices ayant connu une réaction boursière négative en période d'offre : Loderer et Martin (1990)	103
5.2.6 Les performances post-acquisition des initiatrices d'OP au Royaume-Uni: Franks et Harris (1989)	105
5.3 Autres sujets liés au rendement.....	108
5.3.1 L'effet du pouvoir de négociation des initiatrices sur le partage des synergies: Bessière (1999)	108
5.3.2 Répartition de l'actionnariat et répartition du gain: Stulz, Walkling et Song (1990).....	111
5.3.3 La répartition du gain et ses variables explicatives: Jarrell et Poulsen (1989)	115
5.3.4 Les facteurs déterminant le partage du gain synergique: Bradley, Desai et Kim (1988).....	119
5.3.5 Création et redistribution de richesse via fusions par échange d'actions de type congloméral: Maquieira, Megginson et Nail (1998).....	125
5.3.6 Rendements des initiatrices selon leur fréquence d'acquisition: Loderer et Martin (1990).....	132
5.3.7 Utilisation de paiements conditionnels ou contingents : Ang et Kohers (2000)	133
5.3.8 Les rendements des initiatrices selon le motif stratégique, le mode de paiement, la compétition, le type de transaction et la taille relative: Walker (2000)	138
5.3.9 Les rendements des cibles et de leurs rivales lors des OP non réussies: Akhigbe, Borde et Whyte (2000).....	143
5.3.10 Le rôle du mode de paiement dans les offres de fusions non réussies : Hudson, Jensen et Sullivan (1994).....	147
5.3.11 Effet du mode de paiement sur les rendements; firmes canadiennes et françaises: Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) et Eckbo et Langohr (1989)....	155
5.3.12 L'effet des participations préalables et des offres renchériées sur les rendements: Betton et Eckbo (2000).....	155
5.3.13 L'effet des participations préalables: Singh (1998).....	158
5.3.14 L'effet des participations préalables sur les gains des cibles: Choi (1991)..	160
CHAPITRE 6: Petites questions	164
1. Quel effet de concurrence ont les participations préalables dans les prises de contrôle?.....	164
2. Quel est l'effet des mesures anti-acquisition sur les groupements?	164
3. Quel effet la réglementation a-t-elle sur les groupements?	165
4. Quel est l'impact des régimes d'actionnariat des salariés sur les groupements?	167
5. Qu'entend-on par initiative OP hostile?	167

6. Quelle réaction le marché devrait-il avoir face aux conglomérats inefficaces?	168
7. Le marché réagit-il différemment aux OP étrangères?	169
8. Les chevaliers blancs obtiennent-ils des rendements différents des autres initiatrices lors de leurs offres de sauvetage?	171
9. Les fusions mère-filiale diffèrent-elles des groupements classiques?	172
10. Qu'arrive-t-il aux managers des cibles d'offres infructueuses?	173
11. La présence d'administrateurs externes dans la cible commande-t-elle une prime en période d'OP?	173
12. Les administrateurs externes disciplinent-ils les managers des initiatrices?	174
13. Quel est l'effet des rumeurs d'acquisition sur les prix des actions des cibles potentielles?	175
14. La richesse des managers influe-t-elle sur le processus d'OP?	176
15. Quel est l'effet des offres de groupement sur les prévisions de bénéfices des analystes?	177
16. Le rendement des initiatrices OP est-il lié à leurs excédents de liquidités?	179
17. Le ratio q de Tobin est-il relié au gain lors du groupement?	179
18. Les banques ayant acquis des banques en faillite dans les années 80 ont-elles fait un bon coup?	181
19. Quels sont les changements de performance faisant suite aux acquisitions dans le système bancaire?	181
20. Quels sont les déterminants du choix du mode de paiement?	182
21. Le mode de paiement choisi par les initiatrices serait-il relié à la réaction attendue du marché?	184
22. Quelle est l'influence de la syndicalisation sur les décisions de groupement?	186
23. Le rendement boursier des offres infructueuses diffère-t-il selon qu'elles sont refusées par la cible ou retirées par l'initiatrice?	187
24. Entrée directe dans un marché ou groupement : comment choisir?	187
25. La complémentarité en matière de liquidités donne-t-elle des groupements plus rentables?	189
CHAPITRE 7 : Conclusion.....	191
ANNEXE A1: Tendances sectorielles et transnationales récentes au groupement au Canada.....	196
ANNEXE A2: L'effet de diverses variables sur les rendements des groupements au Royaume-Uni (UK): Franks et Harris (1989).....	198
Bibliographie.....	205

Avertissements

1. Les références apparaissant dans nos résumés ne sont pas toujours en bibliographie. Le lecteur consultera l'article qui est résumé.
2. L'édition des sections 5.3.9 à 5.3.14 n'est pas aussi complet qu'ailleurs.

Remerciements

Je tiens à remercier très sincèrement mon directeur d'essai, Monsieur Guy Charest, pour sa présence, ses conseils et son expertise. Sa grande disponibilité et la confiance qu'il a su démontrer à mon égard m'ont permis de mener à bien cet essai. Je tiens également à remercier Monsieur Gilles Bernier d'avoir accepté d'être mon lecteur et de me consacrer de son temps.

CHAPITRE 1: Introduction

Depuis toujours, la firme a eu le choix entre une expansion interne lente via des investissements classiques et une expansion externe plus rapide en absorbant d'autres firmes, donc via un groupement d'actifs déjà en exploitation. Bien sûr, les deux modes de croissance peuvent coexister dans une même firme. Ce sont, entre autres facteurs, les conditions économiques, les préférences et les calculs de ses managers, etc., qui vont dicter ponctuellement le mode d'expansion (voire de contraction si elle s'estime trop grosse) de la firme. Si l'on s'en tient à l'expansion externe, force est de constater qu'à l'aube du 21^e siècle le groupement de firmes (via acquisitions, prises de contrôle, fusions, alliances, etc.) est devenu un phénomène majeur au sein des pays industrialisés, d'où le foisonnement d'articles à son sujet dans les médias. Il semble que le groupement s'avère le moyen par excellence de la croissance des firmes et que sa fréquence obéisse à des vagues accordées aux grandes poussées dans l'économie.

Même s'ils se produisent depuis des siècles, les groupements via offres publiques sont une façon relativement récente de les effectuer. C'est d'ailleurs notre propos que de dresser le panorama du phénomène des offres publiques tant aux États-Unis qu'au Canada et en Europe, et cela, à l'aide d'articles parus dans les meilleures revues financières depuis 1950. Mais tout d'abord, il nous importe de donner un bref aperçu de l'importance des groupements au cours des années passées.

Historiquement, selon Waverman (1991), les groupements ont toujours été plus nombreux aux États-Unis mais néanmoins fortement corrélés en nombre au fil du temps avec les groupements au Canada (0,84) et entre le Canada et le Royaume-Uni (0,81). Il y aurait également une forte corrélation entre la France et l'Allemagne (0,90). Les observations ne portant pas sur une assez longue période (de 1979 à 1989 pour le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni, de 1979 à 1984 pour la France et de 1979 à 1987 pour l'Allemagne), Waverman n'a pu établir de liens de cause à effet, ni interpréter en profondeur ses résultats.

Dans les dernières décennies, les groupements ont été la cause première des radiations boursières aux États-Unis et au Royaume-Uni (Singh, 1994). En effet, plus de trois sur quatre seraient reliées à ce phénomène. De plus, la mondialisation toujours plus poussée des marchés financiers a accentué les groupements de firmes à l'international, au point d'en créer une vague culminante en 2000.

Récemment, au second trimestre de 2001, la firme de financement Crosbie & Co. a noté que le ralentissement économique au Canada y fait fléchir les activités de groupements via fusions et acquisitions (F&A): 36 milliards de dollars contre 75 pour la même période l'an dernier, soit une baisse de 51%. Le nombre de transactions aurait également baissé de 29%. Par ailleurs, un autre indice de reflux des F&A au Canada en première moitié de 2001 réside dans la baisse du nombre de méga-transactions (d'au moins un milliard de dollars) à 14 contre 21 pour la même période l'an dernier. Le tableau 1 en donne la liste empruntée à Crosbie & Co.. Notons que, dans 5 méga-transactions sur 14, c'est une filiale délestée par sa société mère qui est absorbée et donc qu'un groupement ne signifie pas toujours une radiation boursière. Notons aussi à l'œil que (à part la treizième transaction) les opérations ne sont pas conglomerales, initiatrices et cibles étant de même secteur. Quant au tableau 2, il donne une idée récente: (1) des coûts par groupement pour les initiatrices au Canada, toutes catégories confondues; (2) de la proportion dominante (quelque 50%) de la catégorie des transactions moins élevées (d'au plus 100 millions \$ par groupement); (3) du nombre important (de l'ordre de 30%) des transactions non dévoilées; etc. L'impression se dégage que le groupement typique signifie toujours pour l'initiatrice tant un investissement que des engagements majeurs, et donc des risques de grandes pertes si les synergies escomptées ne se concrétisent pas.

Tableau 1
Méga-transactions récentes de groupement au Canada (1^{er} trimestre 2001)

	Transaction en milliards \$	Noms des firmes impliquées (bourse si cotée)	Rôle^a	Date de l'annonce
1	6,70	Conoco (NYSE) Gulf Canada Resources (NYSE, TSE)	I C	29 mai
2	4,15	Investors Group (TSE) Mackenzie Financial (TSE)	I C	29 janvier
3	3,75	Nortel Networks (NYSE, TSE) Fibre Optic Assets (vente d'équipement) JDS Uniphase (NASDAQ, TSE)	I C V	6 janvier
4	3,50	Banque Royale du Canada (NYSE, TSE) Centura Banks (NYSE)	I C	26 janvier
5	3,34	Barrick Gold (NYSE, TSE) Homestake Mining (NYSE)	I C	25 juin
6	2,66	George Weston (TSE) Bestfoods Baking (division) Unilever PLC (LSE)	I C V	19 février
7	2,60	Sun Life Financial Services of Canada (NYSE, TSE) Independent Financial Marketing Group (division) Keypoint Life Insurance (division) Liberty Financial Companies (NYSE)	I C C V	2 mai
8	2,30	Domtar (NYSE, TSE) Paper mill (Arkansas, Maine et Wisconsin) Georgia-Pacific (NYSE)	I C V	29 avril
9	1,93	Canadian Oil Sands Trust (TSE) Athabasca Oil Sands Trust (TSE)	I C	8 mars
10	1,61	Teck (TSE) Cominco (TSE, AMEX)	I C	29 avril
11	1,35	Celestica (NYSE, TSE) Omni Industries (Singapore Exchange)	I C	15 juin
12	1,30	Calpine (NYSE) Encal Energy (NYSE)	I C	8 février
13	1,30	Deutsche Lufthansa (Toutes les bourses allemandes) Sky Chefs Onex (TSE)	I C V	29 mars
14	1,19	Canadien National (NYSE, TSE) Wisconsin Central Transportation (NASDAQ)	I C	30 janvier

Source: Crosby & Co. (Firme de financement)

^a I = Initiatrice; C = Cible; V = Vendeur

Tableau 2
Catégorisation des groupements au Canada par montants pour le premier semestre 2001

Valeur de la transaction	Nombre de transactions	%
Non divulguée	140	31
1 - 100 millions \$	215	47
101 - 250 millions \$	42	9
251 - 500 millions \$	24	5
501 - 1,000 millions \$	19	4
> 1 milliard \$	14	3

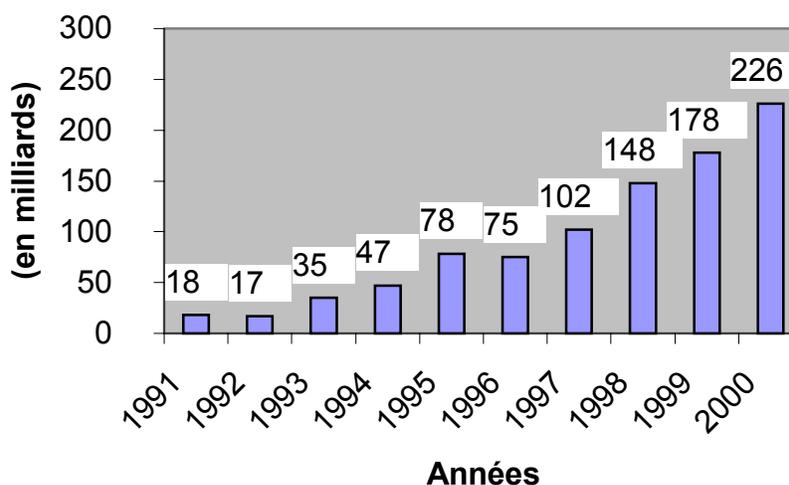
Source: Crosby & Co.

Les tendances sectorielles et transnationales récentes au groupement au Canada sont présentées à l'annexe A1.

Malgré le fléchissement des groupements observé au premier semestre de 2001 au Canada, il demeure que depuis 1991 et jusqu'en 2000, la valeur des transactions n'y a cessé d'augmenter, passant de 18 à 226 milliards de dollars. Le graphique 1 nous montre cette tendance. Le graphique 2 montre les variations parallèles du nombre d'annonces au cours de ces mêmes années.

Graphique 1

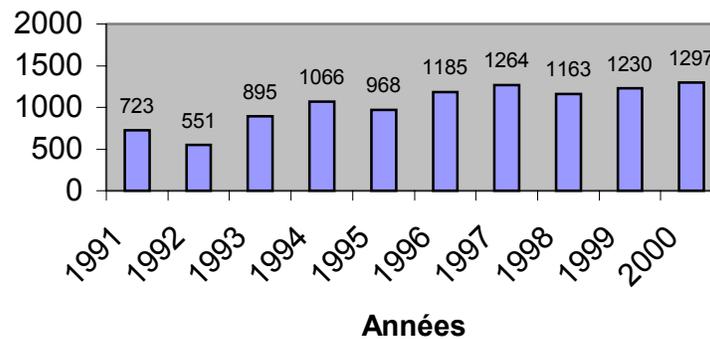
Valeur des groupements au Canada



Source: Directory of mergers & acquisitions in Canada, p. 1

Graphique 2

Nombre d'annonces de groupements au Canada



Source: Directory of mergers & acquisitions in Canada, p. 2

Au vu des statistiques ci-dessus, le phénomène des groupements s'avère d'une importance considérable pour le Canada et l'on peut en présumer autant pour les autres économies capitalistes. Le phénomène incarne l'un des principaux mécanismes d'expansion des firmes, soit l'expansion externe via groupements par opposition à l'expansion interne via des immobilisations nouvelles. Il reflète aussi la propension des firmes à devenir plus grosses plus rapidement, car le groupement ajoute des actifs déjà en exploitation à leurs propres actifs. Ce raccourci dans l'expansion semble emprunté par de plus en plus de firmes pour des motifs et avec des résultats qu'il importe d'explorer si l'on veut vraiment comprendre les groupements. A priori, pour que le phénomène se justifie à long terme, il faudrait que les synergies dérivables des groupements soient aussi positives que les rentes dérivables d'une expansion interne via des investissements classiques. Notre ambition est d'apporter un peu d'éclairage sur les motifs et les résultats des groupements.

Dans ce qui suit, au chapitre 2, nous expliquons notre démarche visant à cerner avec efficacité un phénomène bien large. Au chapitre 3, nous précisons nos définitions, nous décrivons les différents types d'expansion et en montrons le processus typique. Les

motifs et les résultats des groupements, du moins tels qu'ils se révèlent implicitement dans les réactions boursières aux groupements, font l'objet des chapitres 4 et 5. Au chapitre 6, nous traitons d'un ensemble de questions reliées à notre propos en résumant une vingtaine d'articles que nous estimons fort éclairants. Nous concluons brièvement au chapitre 7.

CHAPITRE 2: Démarche

Se lancer dans le sujet des offres publiques (OP) nécessite une démarche et des limites bien définies, car il serait facile, vue l'étendue des articles traitant du sujet, de sombrer dans un marécage et de ne pas réussir à s'en sortir. C'est pourquoi nous avons limité non seulement le nombre de revues consultées et de sujets traités, mais également la période de temps couverte. En effet, les motifs et les rendements associés aux OP ne sont que deux d'une multitude de sujets relatifs aux OP. Nous nous concentrons sur ces deux aspects vu le temps considérable que leur traitement exige. Nous n'en avons pas moins abordé brièvement plusieurs autres sujets, entre autres: la source des gains des firmes (relativement semblables aux motifs), l'effet de la législation, les réactions des managers et des actionnaires face à une OP, l'effet de la compétition, les désinvestissements au cours des années suivant les groupements, l'effet du mode de paiement, etc. Il demeure que notre étude est loin d'être exhaustive et résulte des limites suivantes adoptées sciemment.

Dans la sélection des articles pertinents, nous avons limité l'étendue de nos lectures, pour la période d'avant 1989, aux deux articles de Jarrell et Poulsen (1989) et de Jensen et Ruback (1983) vu qu'ils synthétisent bien les études antérieures importantes.

Pour la période 1989-2001, nous avons limité notre relevé des écrits à dix revues financières ou comptables, dont huit américaines et deux canadiennes (*Contemporary Accounting Review* et *Finéco*). Ces revues, avec entre parenthèses le nombre d'articles recueillis traitant des groupements, sont: *Contemporary Accounting Review* (3), *Financial Management* (18), *Finéco* (2), *Journal of Accounting and Economics* (2), *Journal of Accounting Research* (1), *Journal of Business* (15), *Journal of Finance* (12), *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (10), *Journal of Financial Economics* (34), et *The Review of Financial Studies* (10).

Nous nous limitons à ces dix revues car, à notre avis, ce sont celles qui contiennent les meilleurs articles sur les sujets choisis par nous. Par ailleurs, ce qui

explique notre choix de seulement deux revues canadiennes, c'est que l'essentiel de la recherche sur les groupements se fait aux États-Unis, là où le marché pour le contrôle des firmes y est de loin plus actif.

Dans le contenu des revues choisies, nous avons surtout retenu les articles traitant explicitement des motifs et des rendements reliés aux OP afin de répondre à nos deux questions clés: "Quels sont les principaux motifs derrière les initiatives de groupement?" et "Quel est l'effet des groupements sur la richesse des actionnaires?".

Notre synthèse d'articles éclairants sur les groupements se veut utile pour les étudiants universitaires en gestion, pour les praticiens soucieux de rafraîchir leurs connaissances sur le sujet, voire pour les managers et actionnaires de firmes susceptibles de devenir des initiatrices ou des cibles d'OP. En effet, ces derniers pourront prendre des décisions plus éclairées en ce qui concerne l'émission, l'acceptation ou le refus d'une OP. Les investisseurs potentiels devraient également y trouver leur intérêt, ne serait-ce que par l'occasion fournie de se familiariser avec le phénomène des groupements et de ses effets éventuels importants sur leurs placements en actions futurs. Pour notre part, nous y trouvons un complément de formation d'autant plus précieux que le phénomène majeur des groupements est à peine abordé dans les cours de maîtrise en finance.

Avant de tenter de répondre à nos deux questions centrales, nous voulons d'abord préciser notre vocabulaire puis expliquer le processus normal du groupement ainsi que les obstacles principaux à sa réalisation.

CHAPITRE 3: L'expansion via groupement: définitions, types, étapes et obstacles

3.1 Définitions

Les groupements étant multiformes et tributaires de leur contexte juridique, fiscal ou autre, il y a lieu d'en définir les formes principales, pouvant varier d'un pays ou d'un continent à l'autre. Voici donc quelques définitions essentielles élaborées à partir de nos lectures et perceptions personnelles, du dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière de Ménard (1994), du livre de Rousseau (1990) et des pages Web suivantes:

- <http://www2.francetrade.fr/apprendre/offres.html>
- <http://www.webbourse.fr/Dico.php3?Id=96>

Offre publique d'achat (OPA):

Une firme (l'initiatrice) offre publiquement (plutôt que privéement) aux actionnaires d'acquérir, dans un délai donné et à un prix généralement supérieur à leur cours, la totalité ou une partie des actions de l'entreprise ciblée dans le but d'en obtenir le contrôle ou de le renforcer. L'offre est souvent conditionnelle au dépôt d'un minimum d'actions¹. Selon l'accord ou le désaccord de la cible, l'OPA est considérée amicale ou hostile. A priori, l'actionnaire de la cible a intérêt à déposer ses actions si les termes de l'offre lui permettent de réaliser une plus-value substantielle. Toutefois, une initiatrice concurrente peut surenchérir. L'actionnaire peut également conserver ses actions, au risque toutefois de voir leur liquidité fortement diminuer s'il y a dépôt massif des actions. L'OPA se fait avec ou sans l'accord des managers de la cible. De telles offres paraissent régulièrement dans les journaux. Le paiement promis est pour l'essentiel en espèces.

¹ Par exemple, le groupe Investors offrait d'acquérir Mackenzie en janvier 2001 à condition qu'au moins 2 actions sur 3 soient déposées avant le 15 février 2001.

Offre publique d'échange (OPE):

Une OPE ne diffère de l'OPA que par le mode de paiement: au lieu d'espèces, l'initiatrice propose pour l'essentiel du paiement un échange d'actions selon un ratio qu'elle a elle-même fixé. L'OPE est courante dans les fusions inter-sociétés. En acceptant l'offre, les actionnaires de la cible reçoivent donc des titres de l'initiatrice avec les aléas que cela peut comporter, comme la surévaluation des titres reçus dont le cours retombe après échange. L'OPE évite à l'initiatrice de déboursier des sommes élevées. (Bien sûr, des offres publiques hybrides existent là où espèces et actions sont toutes deux en proportions importantes.)

Coentreprise:

Groupement par lequel plusieurs personnes ou entités s'associent selon diverses modalités et s'engagent à mener en coopération une activité industrielle ou commerciale, ou décident de mettre en commun leurs ressources et d'exercer un contrôle conjoint sur celles-ci en vue d'atteindre un objectif particulier, tout en partageant les frais engagés et les bénéfices.

Fusion:

Procédé par lequel une firme s'unit à une ou plusieurs autres firmes ou s'assure le contrôle de leurs actifs. Ce groupement peut s'effectuer de différentes façons et aboutir soit à la création d'une nouvelle entité qui acquiert l'actif et prend en charge le passif des firmes impliquées, soit à l'absorption d'une ou de plusieurs firmes par une firme existante. La fusion est le contraire de la scission.

Différence entre fusion et acquisition (Rousseau, 1990)

De prime abord, au Canada, la transaction est présumée être une acquisition, et la fusion est une exception à cette règle. L'examen des faits révèle ensuite la véritable nature de la transaction: si l'une des firmes domine l'autre, il s'agit d'une acquisition. C'est en évaluant la répartition des droits de vote, la composition du conseil d'administration, la

participation active à la gestion de la firme, etc., qu'on établit s'il y a une firme dominante (une initiatrice) ou pas.

Il demeure que dans les écrits en général on utilise indifféremment les mots fusion et acquisition. Pourquoi? Premièrement, au moment de la transaction, les règles du jeu sont souvent mal définies, rendant difficile la distinction entre les deux. Ensuite, selon Majaro (1973), les valeurs sociales prédominantes étant égalitaires, le mot fusion est mieux reçu en contexte de groupement que le mot acquisition qui implique la domination. Finalement, l'emploi indifférencié des deux termes pourrait simplement découler de l'habitude qui s'est installée au cours des années². Mentionnons également que la comptabilisation de la transaction traduit son aspect économique. Lorsqu'on ne peut identifier la firme acheteuse, le groupement est considéré comme étant une fusion et la méthode comptable utilisée est la fusion d'intérêts communs. Dans tous les autres cas, les transactions sont traitées comme des acquisitions et la méthode comptable utilisée est celle de l'achat pur et simple.

Scission:

Séparation d'une ou plusieurs composantes d'une firme pour diverses raisons (lois anti-trusts, valorisation des composantes prises isolément, etc). Cette opération s'effectue par la distribution de tous les actifs de la firme à plusieurs nouvelles firmes ou à plusieurs filiales existantes (bénéficiaires), entraînant son éclatement et éventuellement sa dissolution. En échange, les actionnaires de la firme scindée reçoivent, en proportion de leur participation, des actions des sociétés bénéficiaires. Un exemple récent de scission est celui de Aldo qui s'est départi, en juillet dernier, de sa division Access spécialisée dans la vente de sacs à mains (v. «Les Affaires», 25 août 2001, p.7). Le Groupe Bentley (le bénéficiaire) s'en est porté acquéreur.

Caractérisons maintenant le groupement (ou l'expansion) des firmes dans sa typologie, son processus, ses obstacles, etc..

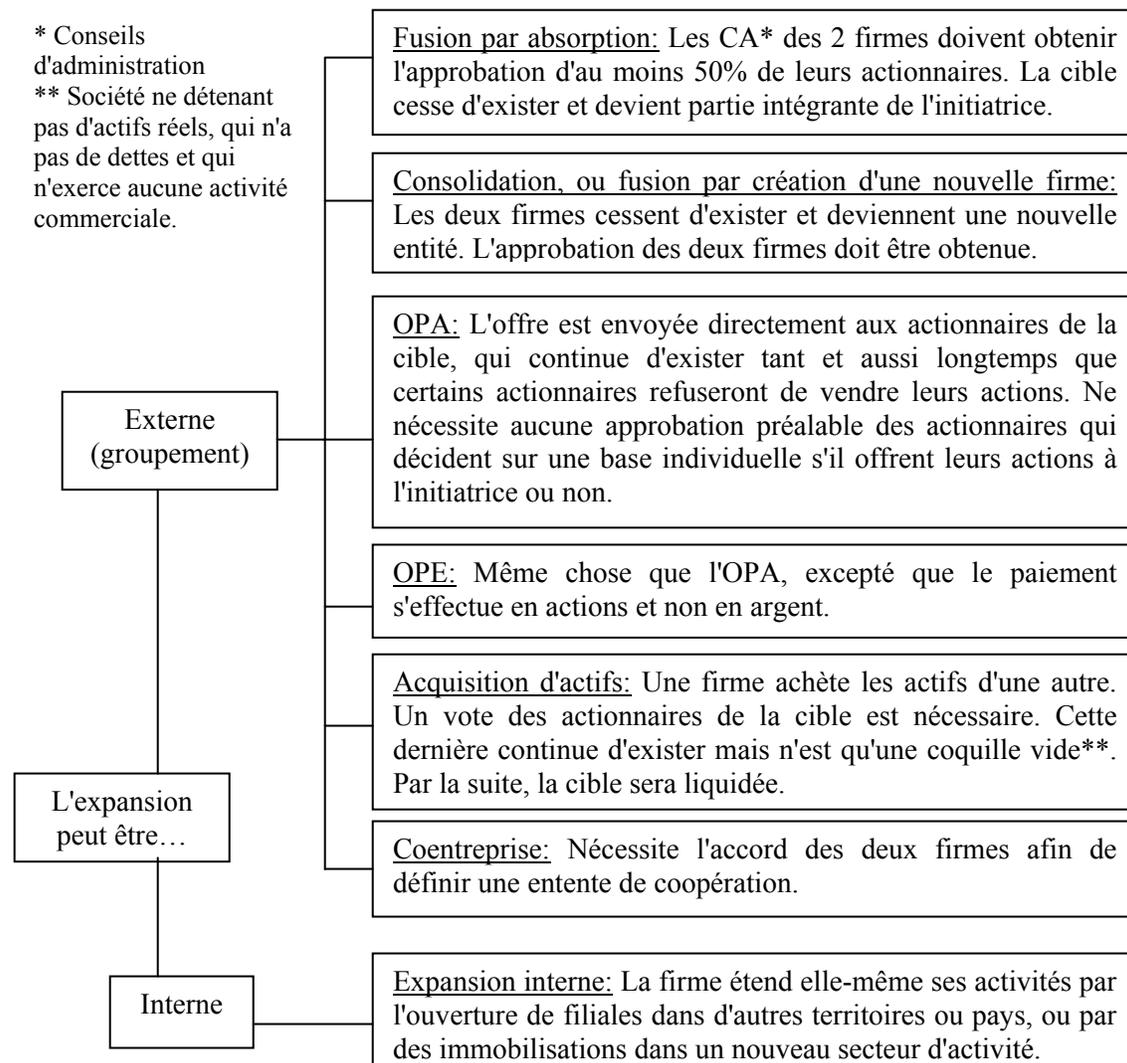
² Au cours de mes lectures, j'ai effectivement remarqué que les termes fusion et acquisition sont employés de façon arbitraire et indifférenciée.

3.2 Types d'expansion

Pour une firme, une expansion peut se faire à l'interne ou à l'externe, le choix dépendant des objectifs visés et des opportunités disponibles. Un des avantages certains de l'expansion externe versus l'expansion interne est qu'elle permet souvent d'obtenir rapidement le résultat souhaité (par exemple une expansion géographique ou sectorielle), donc sans forcer les barrières à l'entrée directe, longue et périlleuse, sur le marché visé. Ainsi, bien des étapes et des frais sont évités (frais de prospection, de publicité, de formation du personnel, d'ouverture, etc.). En se mariant à une autre firme, l'initiatrice peut obtenir des nouvelles parts de marchés sans avoir à les soutirer à un concurrent ou s'adonner à des activités souhaitées sans avoir à les démarrer elle-même. Les groupements ont toutefois le désavantage d'exiger la mobilisation rapide d'importantes ressources financières.

La figure 1 montre les différentes façons d'effectuer une expansion, en mettant l'accent sur l'expansion externe. Elle emprunte à Damodaran (2001, p. 836).

Figure 1
Types d'expansion



Dans le cadre de cet essai, l'accent sera mis sur les groupements entre deux firmes, donc les expansions externes. A ce sujet, Charest et al. (1990) classifient les expansions externes selon 4 types:

1. *Horizontal*, lorsque les firmes concernées produisent ou distribuent des produits ou services comparables. Un exemple est l'acquisition de Multi-Markes, une boulangerie québécoise, par Canada Bread, une boulangerie torontoise, en janvier

- 2001 (v. «Le Soleil», 23 janvier 2001, p. B-1). Un autre exemple est celui de la Banque Royale qui a fait l'acquisition, toujours en janvier 2001, de Centura Banks, une banque de la Caroline du Nord, dans le but de poursuivre son expansion aux Etats-Unis (v. «Le Soleil», 27 janvier 2001, p. B-1).
2. *Vertical*, lorsque le but est d'intégrer différents secteurs d'un même domaine d'exploitation (par exemple, une firme manufacturière acquiert l'un de ses fournisseurs de matières premières). Un exemple est l'acquisition, en 1987, de Donohue par Quebecor dans le but de maîtriser d'autres étapes en amont de la production imprimée et, du même coup, afin de ne plus être à la merci des géants du papier qui règnent sur l'approvisionnement en matière première³. Cette transaction correspond donc à une expansion verticale en amont. L'acquisition par Bombardier Aéronautique de Skyjet.com (société de réservation en ligne d'avions nolisés) en juillet 2000 est un exemple d'expansion verticale en aval. Bombardier, qui se dit grand utilisateur d'avions nolisés, affirme que cette acquisition lui permettra de se positionner parmi les chefs de file dans un secteur en forte croissance⁴.
 3. *Circulaire*, permettant la coproduction ou du moins la mise en commun du réseau de distribution de l'une des firmes. Ceci ressemble beaucoup à une coentreprise, dont un exemple serait l'équipementier canadien CAE (fournisseur mondial de technologies de simulation et de contrôle dans les domaines de l'aéronautique, de la défense et de la foresterie) et la société anglaise Alenia Marconi (évoluant dans le marché de la défense et des systèmes électroniques) qui ont créé une coentreprise, en septembre 2001, dans le but de vendre des simulateurs et de la formation à la Royal Navy (v. «Le Journal de Québec», 14 septembre 2001, p.39). Alenia Marconi Systems est elle-même une coentreprise formée entre BAE SYSTEMS du Royaume Uni et Finmeccanica d'Italie. Un autre exemple de ce

³ Voir le site Internet de Quebecor à l'adresse suivante; <http://www.quebecor.com>

⁴ Revue de presse, 17 juillet 2000: <http://www.finance3r.com/presse.html#10>

type d'expansion serait le phénomène de la bancassurance, soit la vente d'assurance par les réseaux de distributions déjà établis par les banques.

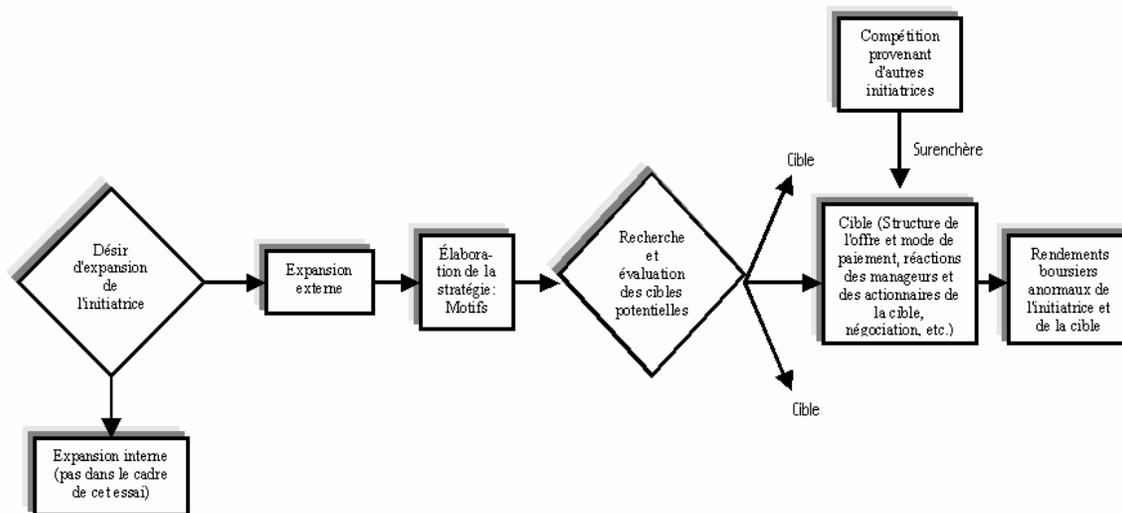
4. *Conglomérat*, lorsque les firmes réunies ont des activités distinctes, ce qui permet une diversification d'opérations. Un exemple de ce type d'expansion est sans contredit Bell Canada Entreprises (BCE). Cette firme a débuté comme Bell Canada et s'est ensuite développée par ses nombreuses acquisitions dans des secteurs diversifiés tels que l'Internet, l'immobilier (par l'acquisition de la société immobilière Daon Development, à la fin des années 1980), la télévision (par l'acquisition du réseau CTV), etc.

3.3 Les étapes d'une OP

Une expansion, comme tout autre projet de grande envergure, ne s'effectue pas de façon arbitraire. Il y a plusieurs étapes à franchir et le processus qui en résulte est dynamique, dans le sens qu'il implique un certain nombre d'actions, de rétroactions et d'ajustements. Plus l'expansion est bien planifiée, plus sa réussite est probable, toutes autres choses étant égales par ailleurs. Il importe donc, au départ, de bien comprendre le processus d'OP.

Ce processus est résumé pour l'essentiel au schéma 1. On y voit que la première étape est celle du choix (voir chap. 6, Q.24) entre expansion interne ou externe. L'option interne étant hors propos, nous y indiquons seulement les étapes de l'alternative externe adoptée. Celle-ci commande d'abord à la firme d'élaborer sa stratégie d'OP en fonction de ses motifs d'expansion. Ces motifs la mèneront ensuite vers la recherche et l'évaluation des cibles potentielles et vers le choix ultime d'une ou de plusieurs d'entre elles. Le choix de cible(s) étant fixé, l'initiatrice structure son offre (normalement négociée) et stimule des réactions de la part des actionnaires et managers ciblés. Mentionnons la surenchère concurrente possible qui vient altérer le pouvoir de négociation de l'initiatrice. Finalement, ce processus entraîne d'ordinaire des rendements boursiers anormaux pour les firmes impliquées.

Schéma 1
Les étapes d'une OP



Comme dans tout processus, bien des variantes sont suggérées par différents auteurs. Rousseau (1990) divise le processus général d'acquisition en quatre phases: stratégique, tactique, de réalisation et d'évaluation critique. Dans la phase stratégique, la firme prend en compte l'environnement externe, identifie ses objectifs, et fait le point sur ses forces et faiblesses. De ces trois éléments découlent le plan stratégique global de même que le plan d'acquisition qui servira de guide pour la sélection de cibles. La phase tactique comprend la sélection de cibles, l'évaluation de l'une d'elles et la négociation en vue de son acquisition. La phase de réalisation comprend deux étapes successives: l'entente entre les parties et l'intégration de la cible. Finalement, la phase d'évaluation critique comprend l'examen des résultats afin de conclure au succès ou à l'échec de la transaction. L'initiatrice se demande alors si la cible doit être conservée ou non.

Selon Damodaran (2001, p. 838), il y aurait encore une fois quatre étapes dans un processus d'OP: (1) l'élaboration d'une stratégie, (2) le choix d'une cible et son évaluation, (3) la structure de l'offre et (4) le suivi postérieur à l'acquisition. Visiblement, ces étapes s'apparentent à celles qu'identifie Rousseau (1990). Voyons-les de plus près.

Première étape: Élaboration d'une stratégie

Derrière tout acte se retrouve habituellement plusieurs motifs, dont l'un peut être dominant. De la même manière, l'initiatrice base d'ordinaire sa stratégie selon divers motifs d'expansion via OP. Les motifs les plus évoqués seraient:

Acquérir une firme sous-évaluée

L'initiatrice voudrait s'approprier le gain inhérent à une cible qui serait selon elle sous-évaluée par le marché. Pour ce faire, elle doit (1) pouvoir repérer de telles cibles et en quantifier la sous-évaluation (via une information privilégiée ou des outils analytiques «supérieurs»); (2) avoir accès aux fonds nécessaires à l'acquisition; et, (3) posséder les compétences requises pour mener à bien l'initiative OP.

Se diversifier pour réduire le risque

En achetant une firme à activités différentes des siennes, l'initiatrice voudra obtenir un effet de diversification qui diminuera la dispersion de ses rendements et, du même coup, son risque total. Toutefois, il faut bien réaliser que l'investisseur peut diversifier son portefeuille de titres lui-même de façon plus efficiente, soit en encourageant des frais de transactions beaucoup moins élevés que ceux inhérents à une transaction d'acquisition. D'où il n'est pas clair que le motif de diversification soit bien apprécié par les actionnaires en place et potentiels de l'initiatrice.

Bénéficier d'un effet de synergie positive

Il y a synergie positive lorsque la valeur totale des firmes combinées dépasse le total des valeurs des firmes prises isolément. La synergie se présente sous deux formes: la synergie d'exploitation et financière.

La synergie d'exploitation permet aux firmes de hausser leur revenu ou leur croissance. Elle peut se présenter sous formes d'économies d'échelle, d'un plus grand pouvoir de tarification (grâce au niveau réduit de compétition et aux parts de marché plus grandes), de gains résultant de forces complémentaires (par exemple, une firme forte en marketing acquiert une firme forte en R&D) ou bien d'une plus forte croissance dans le marché (lorsque, par exemple, la cible fait affaire, et bénéficie déjà de parts de marché, dans un autre pays).

La synergie financière positive résulte en l'obtention de flux monétaires plus élevés ou d'un coût du capital (r), plus faible. Il y a synergie financière positive là où, en groupant n firmes dont les flux attendus actualisés sont a_1, a_2, \dots, a_n on obtient: (1) un flux total A supérieur à la somme des a_i pour un même r ; (2) un A supérieur parce que le groupement abaisse r sans modifier les flux a_i ; ou (3) un mélange des deux.

Acquérir une cible mal gérée et en changer les managers

L'enrichissement lié à l'acquisition d'une cible mal gérée afin d'en changer les managers (ou du moins leurs pratiques) s'appelle la "valeur du contrôle". Pour que cette stratégie fonctionne, il faut que la piètre performance de la cible soit vraiment due à la mauvaise gestion de ses managers, que l'acquisition soit suivie du remplacement des managers ou du moins de leur façon de faire et que la valeur marchande des actions de la cible n'inclut pas déjà une prime de contrôle.

Promouvoir les intérêts personnels des managers de l'initiatrice

La propension de certains managers à promouvoir leurs intérêts personnels peut notamment se manifester dans leur le désir de contrôler plus d'actifs, dans la satisfaction

de leur «ego managérial»⁵ et dans la recherche d'une rémunération somptueuse ou d'avantages sociaux abusifs⁶.

Ajoutons que, selon la Fédération des Services⁷, en France, les firmes de taille moyenne se regrouperaient afin d'atteindre une taille critique, les grosses firmes feraient l'acquisition de concurrents afin d'obtenir leurs parts de marché tandis que les leaders mondiaux fusionneraient entre eux afin de devenir «LE» leader mondial. Charest et al. (1990) rajouteraient pour leur part des motifs d'amélioration de la R&D par la centralisation des ressources, d'acquisition de talents administratifs en étendant ou en rajeunissant l'équipe de cadres supérieurs et de besoin de créativité des entrepreneurs. Rousseau (1990) parle plutôt d'objectifs d'ordre financier (rentabilité, acquisition de fonds auto-générés et valorisation du cours de l'action), économique (diversification et intégration de connaissances) et humain (acquisition de personnel spécialisé et de managers compétents).

Deuxième étape: Choix d'une cible et son évaluation

Ici, l'initiatrice doit identifier des cibles potentielles et en faire l'évaluation.

Choix des cibles

L'initiatrice peut se charger elle-même de repérer une ou plusieurs cibles ou encore se faire aider par des firmes spécialisées en fusions et acquisitions. Par exemple, Pricewaterhouse Coopers offre des services comprenant la structuration de la transaction, l'examen approfondi et l'analyse de la situation fiscale de la cible, des conseils sur les remaniements qu'il faudra pour intégrer les activités des parties, des stratégies de

⁵ Certaines acquisitions, surtout lorsqu'il y a surenchère de concurrence, sont conclues par pur machisme: les managers d'aucune des concurrentes ne veulent s'avouer vaincus, malgré que la victoire puisse leur coûter très cher.

⁶ Dans bien des cas, les acquisitions signifient de nouveaux contrats plus lucratifs pour les managers aux commandes. Si ceux-ci sont gourmands, ils peuvent initier une acquisition dans le seul but d'obtenir une meilleure rémunération.

⁷ www.cfdt-services.fr/juridique/dossiers/fusacqui.htm

planification fiscale et de refinancement, de l'assistance dans les déclarations relatives à des prises de contrôle et dans les choix fiscaux, etc⁸.

Le choix de la cible dépend nécessairement des motifs animant l'initiatrice. L'on voit, au tableau 3, que pour chaque motif il faut une cible aux caractéristiques compatibles.

Tableau 3
Motifs de groupement et caractéristiques compatibles de la cible

Si le motif est...	la cible ...
L'exploitation d'une sous-évaluation	se transige à une valeur inférieure à la valeur estimée par l'initiatrice.
La diversification	opère dans un secteur peu apparenté à celui de l'initiatrice
La synergie d'exploitation	a les caractéristiques propres à la création de ce type de synergie. Par exemple; - opère dans le même secteur (<i>économies d'échelle</i>); - a le potentiel de créer de nouveaux marchés ou d'élargir ceux existants (<i>croissance plus élevée</i>).
La synergie financière	a les caractéristiques propres à la création de ce type de synergie. Par exemple; - procure des économies d'impôt par ses pertes reportées (<i>baisse de l'impôt</i>); - est incapable d'emprunter ou paie des taux d'intérêt très élevés (<i>hausse de l'endettement</i> grâce aux capacités et meilleures conditions d'endettement dont l'initiatrice bénéficie); - a des projets rentables mais pas de liquidité (<i>liquidité</i>)
Le changement des manageurs	est mal gérée et obtient ainsi un rendement inférieur aux normes.
Les intérêts personnels	a des caractéristiques rejoignant les intérêts personnels des manageurs en termes de rémunération et de sentiment de pouvoir.

Source: Damodaran (2001, p. 845).

D'où l'importance pour l'initiatrice de bien connaître sa motivation avant de rechercher une cible potentielle. Si elle a plusieurs motifs, la recherche doit se faire surtout en fonction du motif dominant.

⁸ Pour plus de renseignements, se référer à: http://www.pwcglobal.com/ca/fra/about/svcs/tax_ma.html

Évaluation de la cible

La bonne évaluation d'une cible est aussi cruciale que complexe. Elle exige beaucoup de temps et d'analyse experte. Une surévaluation amène à surpayer la cible. Une sous-évaluation flagrante compromet bêtement toute négociation, la partie ciblée (managers et actionnaires) ne pouvant qu'en être offusquée.

Divers auteurs, dont Damodaran (2001), rejoignent le bon sens en prônant qu'on évalue une cible en ajoutant à sa valeur de base une prime de contrôle et une prime de synergie.

La valeur de base est celle que justifie l'exploitation courante de la firme, hormis tout effet de rumeurs d'acquisitions. L'évaluation de base, parfois appelée «évaluation sous statu quo» procède par méthodes classiques (via scénarios de flux plausibles actualisés, valeur économique ajoutée, etc.).

La prime de contrôle est inversement proportionnelle à la qualité perçue des managers de la cible. Elle se justifie si en remplaçant ceux-ci ou en modifiant leurs façons de faire on se rapproche d'une gestion optimale. Elle se mesure donc par la différence suivante:

$$\begin{aligned} \text{Prime de contrôle} &= (\text{Valeur de la cible gérée de façon optimale}) \\ &- (\text{Sa valeur de base telle que déjà définie}) \end{aligned}$$

La prime de synergie s'évalue en répondant à deux questions: (1) *Sous quelle forme la synergie va-t-elle se manifester?* (hausse des flux monétaires, hausse du taux de croissance ou de sa durée, baisse du coût du capital, etc.) et (2) *À quel moment la synergie influera-t-elle sur les flux monétaires?* Bien sûr, plus son effet tardera, plus sa valeur s'en verra amoindrie. La prime de synergie obéit à la logique suivante:

Prime de synergie = (Valeur des firmes combinées obtenue en actualisant leurs flux unifiés attendus qui reflètent la synergie positive possible)
 - (Valeur de la cible seule + Valeur de l'initiatrice seule)

Troisième étape: Structure de l'offre

Après avoir choisi et évalué la cible, il importe maintenant de parfaire la structure de l'offre. Il s'agit de rendre cette offre irrésistible aux yeux de la cible tout en étant à la fois abordable, rentable et pratique pour l'initiatrice.

Cette troisième étape comprend trois phases: déterminer (1) le prix offert pour les actions de la cible, (2) le mode de paiement et (3) le traitement comptable de l'acquisition.

1. *Combien payer?* La valeur de la cible, évaluée à l'étape précédente, correspond au prix maximum que devrait offrir l'initiatrice. Si elle paie cette pleine valeur, ses actionnaires n'obtiendront aucun gain et ceux de la cible seront les bénéficiaires de l'entière valeur des primes de synergie et de contrôle. L'initiatrice aura dessein de conserver une partie de ces primes. Mais certains facteurs vont infléchir son gain à la baisse:

- *La cotation en bourse des actions de la cible.* Plus la cote sera élevée, toutes autres choses étant égales par ailleurs, plus l'initiatrice trouvera difficile de s'approprier un gain. Cela tiendra encore plus si le cours incorpore déjà des primes partielles de contrôle et de synergie;
- *La rareté des ressources des firmes.* Plus les ressources apportées par l'initiatrice sont communes, plus le gain de la synergie ira à la cible. Plus elles sont uniques, plus le gain ira à l'initiatrice vu qu'elle pourra se permettre d'offrir un prix moins élevé;

- *Les surenchères possibles.* Lorsque plusieurs concurrentes surenchérisent pour la même cible, celle-ci profitera forcément de primes plus élevées, et c'est autant d'enlevé à l'initiatrice gagnante.
2. Comment payer? L'initiatrice doit maintenant décider si elle paie en argent ou en actions. Cette décision se base sur trois facteurs:
- La disponibilité de liquidités;
 - La valeur perçue de ses actions; si ses actions sont sous-évaluées, elle ne devrait pas payer en actions, car cela lui reviendra plus cher; en cas de surévaluation, le paiement en actions s'impose;
 - L'effet de l'impôt. En payant en argent, le gain en capital des actionnaires de la cible devient imposable à brève échéance; alors ils vont exiger une prime plus élevée pour déposer leurs actions. En payant en actions, les actionnaires de la cible vont pouvoir longtemps retarder l'imposition. Ils seront alors moins exigeants toutes autres choses égales par ailleurs.

La Banque Royale a acquis Centura Bank par OPE pure, car la transaction a été financée à 100% par un échange d'actions. Le ratio de conversion a été fixé à 1,684 actions Banque Royale contre 1 action Centura Bank. L'offre du Groupe Investors à Mackenzie en janvier 2001, prévoyait 30\$ par action Mackenzie ou 1,2 action Investors sous réserve que la partie au comptant n'excède pas 3,18 milliards \$.

Le tableau 4 montre que le paiement en argent prédomine encore dans les OP au Canada, même si le paiement en actions devient plus fréquent. Toutefois, la baisse des bourses en 2001 devrait freiner la tendance à plus d'OPE et rendre le paiement en argent plus prédominant encore.

Tableau 4
L'importance des divers modes de paiement liés aux OP au Canada

	2000	1999	1998	1997	1996
Argent	41%	46%	50%	46%	60%
Actions	27%	24%	17%	16%	16%
Mixte	32%	30%	33%	38%	24%

Source: Directory of mergers & acquisitions in Canada, p. 5

3. *Quel traitement fiscal adopter?* Les deux choix disponibles sont la méthode de l'achat et la méthode de la mise en commun d'intérêts⁹. Avec la première méthode, la valeur marchande estimative des actifs de la cible est rajoutée au bilan de l'initiatrice et la différence entre le prix d'acquisition et la valeur de la cible est comptabilisée à titre d'écart d'acquisition, qui sera amorti et réduira les bénéfices. Avec la seconde méthode, les actifs de la cible sont incluses à leur valeur comptable et la prime payée n'apparaît pas sur le bilan. Pour pouvoir utiliser cette méthode, certaines conditions doivent être remplies et plusieurs firmes n'effectueront pas d'acquisitions si elles ne les remplissent pas. La raison serait qu'elles craignent la réaction des actionnaires face à la baisse de bénéfices due à l'amortissement de l'écart d'acquisition.

Quatrième étape: Le suivi postérieur à l'absorption

Après l'absorption de la cible par l'initiatrice, il importe de faire un bilan du processus. L'échec ou le succès de l'OP servira de leçon pour l'initiatrice, d'où l'importance de bien en suivre les résultats. Ici, nous abordons brièvement la performance des firmes après l'acquisition et les raisons qui font que bien des groupements sont des échecs.

1. *Performance subséquente.* Selon bien des études, un grand nombre de groupements ont échoué par rapport à leur objectif premier et n'ont pas créé de valeur pour les actionnaires de l'initiatrice. Un indice réside dans les nombreuses

⁹ "Purchase Method" et "Pooling of Interest Method", respectivement.

acquisitions qui ont été renversées lors de scissions ultérieures. La création de valeur ne serait donc pas facile à réaliser, voire même à prouver.

2. *Pourquoi les groupements se soldent-ils par des échecs?* Les raisons les plus communes seraient les suivantes:

- *Manque de stratégie de suivi.* La création de valeur ne peut résulter que d'un intense suivi. Régner sur plus d'actifs ne confère pas de gain en soi;
- *Manque de sentiment de responsabilité.* Beaucoup de gens s'impliquent vaillamment dans le processus d'acquisition. Par contre, peu d'entre eux veulent prendre la responsabilité d'en concrétiser les promesses;
- *Choc culturel.* Les cultures différentes des deux firmes risquent d'entrer en conflit et de créer des tensions entre les employés;
- *Non-considération des contraintes externes.* Lorsque l'initiatrice, par exemple, pense restructurer la cible en y effectuant des licenciements, il se peut qu'elle rencontre des obstacles tels que la syndicalisation. Si elle n'y avait pas pensé plus tôt, ses ambitions risquent d'être compromises;
- *L'ego managérial.* Il est probable que des conflits surviennent entre les managers des deux firmes qui désirent contrôler chacun à leur manière, et que ces conflits nuisent à l'atteinte de l'objectif visé par la fusion;
- *L'obstacle du prix du marché.* Toute acquisition peut s'avérer un échec si, au départ, l'initiatrice a payé un prix excessif pour acquérir la cible.

Selon Pricewaterhouse Coopers¹⁰, l'échec de nombreux groupements serait imputable à l'impréparation des firmes au fil du processus. Il est notoire, par exemple, que lorsqu'il s'agit d'acquérir une société à l'étranger ou évoluant dans un nouveau secteur d'activité, la difficulté majeure provient d'ordinaire du manque d'expérience des firmes.

Selon Anslinger et Copeland (1999), il y aurait sept règles à suivre afin de réussir un groupement:

¹⁰ www.pwcglobal.com/ch/fra/about/svcs/fas/p_ukauf.html

1. Exiger des stratégies opérationnelles innovatrices (exemple: accroissement rapide du chiffre d'affaires, stratégie de prix agressive, expansion géographique, etc.)
2. Refuser la transaction si l'initiatrice n'a pas le dirigeant adéquat. Trois options existent pour le trouver: l'évaluation des cadres en fonction, la recherche de futurs dirigeants parmi les cadres moyens et le recrutement à l'externe de spécialistes de l'industrie.
3. Offrir des rémunérations importantes aux cadres de haut niveau afin de les motiver. Ceci s'applique en particulier si l'on veut recruter à l'externe. Un type de rémunération motivante est l'actionnariat dans la firme initiatrice. Cette participation stimule par le fait même le désir des cadres de maximiser la valeur de la firme.
4. Associer la rémunération des cadres aux flux monétaires dégagés. Cela ne peut que se refléter dans des décisions opérationnelles plus enrichissantes pour les actionnaires.
5. Accélérer la gestion des changements, surtout ceux encourageant la création de valeur. Ceci permet de discipliner les dirigeants et de préciser les priorités, tout en créant un stimulant défi à relever.
6. Générer des relations dynamiques entre propriétaires, dirigeants et conseil d'administration. En effet, ce serait souvent le degré d'interaction entre ces acteurs qui serait à l'origine de la réussite de la transaction d'acquisition.
7. Engager les meilleurs acquéreurs. Le choix du négociateur, souvent négligé, est de la plus haute importance et influe sur l'issue de la transaction.

3.4 Les obstacles au groupement

Un groupement s'effectue d'ordinaire en surmontant une opposition ou divers obstacles. En effet, il arrive souvent que les tentatives d'absorption soient mal reçues par les cibles. Ceux-ci vont alors contrer ces tentatives, voire même tenter d'en diminuer la probabilité d'occurrence de diverses manières. Les régulateurs institutionnels peuvent également intervenir pour faire obstacle à des groupements à tendance monopolistique,

d'où deux catégories d'obstacles: ceux provenant des cibles et ceux imposés par les régulateurs.

1. *L'opposition des cibles*, sous forme de clauses ou d'amendements à leur charte, sont apparues dans les années 80 en réponse à une forte vague d'acquisitions hostiles. Les firmes ont instauré ces pratiques d'obstruction pour différentes raisons dont l'élimination de la perte de temps, aux dires des managers ciblés, qu'amènent les tentatives d'acquisitions hostiles et l'obtention d'un meilleur prix en augmentant leur pouvoir de négociation. Les amendements incluent des élections partielles où seulement une portion des membres du CA peut être remplacée chaque année, rendant la tâche plus difficile à l'actionnaire voulant obtenir le contrôle de la firme, des clauses de "super-majorité" selon lesquelles l'approbation de plus de 51% des actionnaires est requise (habituellement de 70% à 80%) et l'interdiction des offres à deux prix où l'initiatrice offre plus cher pour les premiers 51% des actions offertes et moins pour le restant, le tout en espérant augmenter le nombre d'actionnaires qui déposent leurs actions. En théorie, l'adoption de telles mesures devrait affecter négativement la valeur de la cible, surtout pour celles ayant des managers incompetents, en diminuant la probabilité d'occurrence d'une acquisition. Nous pouvons le voir intuitivement par cette formule:

$$\begin{aligned} \text{Valeur de la cible} = & \text{Valeur de base de la cible («sous statu quo»)} \\ & + \text{Probabilité d'acquisition} * (\text{Valeur de la cible restructurée} - \\ & \text{Valeur de base}) \end{aligned}$$

Un exemple concret est celui de la Banque Nationale qui a proposé à ses actionnaires, en janvier 2001, l'adoption d'un régime de droits afin de se protéger contre des prises de contrôle non désirées risquant de survenir avec l'assouplissement de la loi des banques. En effet, selon la nouvelle loi, un actionnaire unique pourra détenir jusqu'à 65% d'une banque ayant un avoir des actionnaires entre 1 et 5 milliards \$, comme la Banque Nationale. Le plafond

jusqu'ici était fixé à 10%. La nouvelle loi rendra donc les acquisitions hostiles dans le domaine bancaire beaucoup plus aisées. Le régime d'obstruction proposé a été accepté par les actionnaires en mars 2001. La Banque a donc émis un droit de souscription (le droit pour l'actionnaire en place de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital) à l'égard de chaque action ordinaire en circulation à la fermeture des bureaux le 6 mars 2001. En cas de menace de prise de contrôle, chaque droit permet à son détenteur d'acheter de la Banque une action ordinaire contre paiement de 50 % du cours de clôture à la Bourse de Toronto. Ceci viendra donc diluer le pourcentage des actions détenues par l'acquéreur, rendant son acquisition plus difficile.

Rousseau (1990) propose d'autres types de «ripostes» que les firmes emploient. Il y a (1) la dragée empoisonnée (poison pill), sous forme de manœuvres juridiques visant à contrer la prise de contrôle (par exemple, en émettant de nouvelles actions afin de diluer la participation de l'initiatrice); (2) la «diète engraissement» (fat man), via l'achat par la cible d'une firme criblée de dettes afin de décourager l'initiatrice; (3) le chasse-requins (shark repellants), soit le déploiement d'une série de mesures répulsives visant à éloigner les éventuelles initiatrices; (4) les contrats d'éviction dorés (golden parachutes), soit la promesse de fortes indemnités pour les managers évincés; (5) l'endettement poussé de la firme en substituant de la dette à une bonne partie des fonds propres; (6) la vente à une firme amie choisie par la cible, le «chevalier blanc» (white knight), afin d'éviter son absorption par l'initiatrice, ce «chevalier noir» (black knight) mal vu.

2. *La réglementation institutionnelle* se retrouve sous forme de lois. Un exemple est la loi instaurée en 1990 en Pennsylvanie visant à rendre les acquisitions plus difficiles. Par exemple, une disposition veut que le CA ait droit de tenir compte de l'effet qu'aura l'acquisition non seulement sur les actionnaires mais sur toutes les parties intéressées (les clients, les employés et la société en général) avant de prendre sa décision. Ceci lui donne donc plus de liberté d'action pour rejeter l'offre.

Au terme de cette section 3, le lecteur devrait s'être familiarisé un peu avec le phénomène des groupements, donc de l'expansion externe des firmes. Dans ce qui suit, nous cherchons réponse à nos deux questions centrales via une revue des écrits majeurs s'y rattachant: "Quels sont les motifs derrière les initiatives d'offre publique?" et "Quel est l'effet des offres publiques sur la richesse des actionnaires?". L'expression "offre publique" ou "OP" englobera tous les types d'absorption de cibles inscrites en bourse (OPA, OPE, fusion, etc.).

CHAPITRE 4: Les motifs derrière l'initiative d'offre publique

L'initiative d'expansion externe d'une firme via offre publique (OP) d'acquisition ou de fusion (ci-après l'initiative OP) s'explique par des facteurs (raisons d'agir ou motifs) plus ou moins nombreux et enchevêtrés. Sa motivation peut être complexe puisqu'elle exige d'établir le jeu des motifs dominants derrière l'initiative OP. D'où le recours fréquent à la théorie des jeux pour modéliser l'initiative OP, l'interaction entre initiatrice et cible qui en découle et son issue (de succès ou d'échec).

Nous commençons notre examen ci-dessous des motifs sous-jacents aux OP en tirant l'essentiel de quatre articles où, dans chacun, de multiples motifs sont traités par les auteurs Amit et al. (1989), Berkovitch et Narayanan (1993), Clark et Ofek (1994) et Walker (2000). Puis, nous puisons dans huit articles centrés sur un motif unique et dont les auteurs sont Roll (1986), Hayn (1989), Seyhun (1990), Martin et McConnell (1991), St-Pierre (1991), Servaes (1994), Shih (1994), Franks et Mayer (1996) et Ghosh et Lee (2000).

4.1 Articles à motifs multiples

4.1.1 Berkovitch et Narayanan (1993)

Selon divers auteurs s'appuyant souvent les uns sur les autres (Bessières, 1999; Berkovitch et Narayanan, 1993; Lewellen et al., 1985; Walkling et Long, 1984; Malatesta, 1983; Firth, 1980; etc.), au moins trois motifs poussent l'initiatrice à l'expansion externe: (1) le gain synergique potentiel, (2) les ambitions managériales et (3) la «surconfiance»¹¹. Voyons l'argumentation et les résultats, plutôt typiques, de Berkovitch et Narayanan.

¹¹ La « surconfiance » de l'initiatrice, liée à l'hypothèse d'hubris de Roll (1986), signifie qu'elle s'illusionne sur son aptitude à déceler les cibles enrichissantes.

(1) Le gain synergique potentiel. L'initiatrice pense obtenir une synergie, donc des gains du fait de combiner ses ressources à celles de la cible. Le motif synergique opérerait là où les managers des deux firmes visent la richesse maximale pour leurs actionnaires et croient en la synergie. Bien entendu, la répartition du gain dépend des pouvoirs de négociation respectifs, en soi, circonstanciels ou autres. Par exemple, pour la cible, ce pouvoir peut résulter de sa capacité à résister à l'absorption, ou de la surenchère du marché des OP. Selon Berkovitch et Narayanan, entre autres, les gains potentiels respectifs et le gain total sont positifs et corrélés positivement, de sorte que des attentes de gain total accru devraient signifier un gain pour chacune des deux parties.

(2) Les ambitions manageuriales. Ici, l'initiative OP serait tentée pour satisfaire les intérêts personnels des managers de l'initiatrice sans égard véritable pour les actionnaires. Est ciblée, la firme qui accroîtra le plus leur bien-être. Berkovitch et Narayanan ont relevé, dans différents écrits¹², des facettes de l'égoïsme des managers. Chez Amihud et Lev (1981), les managers viseraient à diversifier leur portefeuille personnel. Jensen (1986) mentionne l'espoir de dégager des excédents¹³ avec lesquels augmenter la taille de la firme et, du même coup, leur empire d'actifs. Chez Shleifer et Vishny (1989), le désir d'expansion vient de la dépendance accrue sur les managers que l'expansion crée. Par exemple, un manager clé incitera sa firme à une expansion dans un domaine qu'il est seul à bien connaître. La firme va alors dépendre fortement de lui. Des tentatives comme celle-ci viennent augmenter les coûts d'agence¹⁴ et diminuer la valeur totale des firmes réunies. Bref, toutes ces raisons amènent un transfert de richesse des actionnaires vers les managers de l'initiatrice, et donc une baisse du gain total et de celui

¹² Pour les références complètes, se référer à Berkovitch et Narayanan (1993).

¹³ Par excédent, nous entendons le flux dégageable après l'investissement nécessaire dans des projets à VAN positive.

¹⁴ Sont dits d'agence les coûts encourus pour gérer les conflits existant entre les actionnaires et les managers, donc quand la propriété et le contrôle de la firme sont séparés. Ils incluent notamment des dépenses de supervision que l'actionnaire encourt pour que les managers s'alignent sur ses propres objectifs ainsi que des dépenses de justification, ou de dédouanement, que le manager doit supporter afin de rassurer les actionnaires sur la qualité de sa gestion. En effet, les managers étant réputés soucieux de leurs intérêts personnels, il faut des mesures de contrôle et des mesures qui bonifient la relation contractuelle.

des actionnaires de l'initiatrice. Toutefois, si la cible a un pouvoir de négociation¹⁵, elle va tenter d'obtenir une partie de cette valeur transférée. C'est ainsi que, selon Berkovitch et Narayanan, plus le problème d'agence est sérieux, et donc plus la tentative d'appropriation de richesse par l'initiatrice sera forte, plus la cible va intensifier les négociations afin d'obtenir une partie de cette richesse. En supposant que la cible en reçoive une fraction, celle-ci sera plus élevée là où les problèmes d'agence sont plus aigus. Il en résulte alors une relation inverse entre le gain total et celui de la cible puisqu'une plus grande appropriation par les managers de l'initiatrice vient réduire le gain total mais augmenter le gain de la cible par sa négociation. De plus, puisque le gain de l'initiatrice est inversement relié à la sévérité du problème d'agence, les gains de l'initiatrice et de la cible sont corrélés négativement.

(3) La « surconfiance ». Ici, l'initiatrice s'aveugle quant à son aptitude à dénicher des cibles enrichissantes. Le motif de «surconfiance» suggère donc que l'initiatrice surestime la valeur de la cible, et que la synergie s'avère illusoire pour l'essentiel. Puisque l'initiative OP ici dérive d'une surestimation de la cible, le prix offert peut signifier un transfert de richesse vers la cible. Donc, plus le gain de la cible est élevé, plus la perte de l'initiatrice est élevée, d'où un gain total annulé et : (1) une corrélation négative entre les gains pour les deux parties; et (2) une corrélation nulle entre le gain de la cible et le gain total, car celui-ci est tenu pour nul. Plus loin, nous élaborons sur cette «surconfiance aveuglante», là où nous abordons l'hypothèse de Roll, nommée «hubris». Qu'il nous suffise pour l'instant de résumer au tableau 5 les principales implications des trois motifs juste évoqués.

¹⁵ Pouvoir provenant de la conscience qu'elle a de la valeur qu'elle représente pour les managers de l'initiatrice. Elle tente alors d'en bénéficier.

Tableau 5
Implications de partage synergique des hypothèses sous-tendant l'initiative d'OP

Hypothèses	Corrélation entre		Argument principal
	Gain total et gain de la cible	Gain de la cible et gain de l'initiatrice	
Gain synergique	Positive	Positive	Obtention de gains en combinant les ressources (vise la maximisation de la richesse des actionnaires).
Ambitions managériales	Négative	Négative	Satisfaction des intérêts personnels des managers de l'initiatrice, sans égard véritable pour les actionnaires.
«Surconfiance»	Zéro	Négative	L'initiatrice surestime la valeur de la cible, et il n'y a pas de synergie. Le paiement occasionne un transfert de richesse de l'initiatrice vers la cible.

Source partielle: Berkovitch et Narayanan (1993, p. 352)

La coexistence des motifs. Il est possible que deux ou trois motifs jouent simultanément dans un échantillon donné. Afin d'en départager le jeu, les auteurs ont voulu d'abord déceler la présence conjointe des motifs d'ambitions managériales et de gain synergique sans tenir compte de la «surconfiance». Il leur suffit alors de se restreindre à établir le coefficient de corrélation entre le gain total et celui de la cible, ce coefficient étant nul en théorie pour le motif de «surconfiance». Mais cela ne garantit pas que les deux premiers motifs ne jouent pas simultanément dans l'échantillon. Puisque les prédictions sont des corrélations de signes opposés (voir tableau 1), les résultats vont refléter le plus fort des deux effets, à moins qu'ils s'annulent pour donner une corrélation insignifiante et une fausse impression de «surconfiance». Pour éviter ce problème, et puisqu'il est plausible que les ambitions managériales jouent dans les OP à gains totaux négatifs, les auteurs ont divisé leur échantillon en deux; gains totaux positifs et négatifs. À l'intérieur des sous-échantillons sont examinés les coefficients de corrélation entre le gain total et celui de la firme et entre le gain de la cible et celui de l'initiatrice. Les hypothèses sont alors :

(H1) : Les initiatives OP sont surtout motivées par le gain synergique. Le gain total et celui de la cible sont donc positivement corrélés dans les deux sous-échantillons.

(H2) : Les initiatives OP sont surtout motivées par les ambitions managériales. Le gain total et celui de la cible sont donc négativement corrélés dans les deux sous-échantillons.

(H3) : Les initiatives à gains totaux positifs sont surtout motivées par la synergie et celles à gains totaux négatifs par les ambitions managériales. Le gain total et celui de la cible sont donc positivement corrélés dans le sous-échantillon des gains positifs et négativement dans l'autre.

Le motif de «surconfiance» pouvant jouer même si le motif principal en est un de synergie ou d'ambitions managériales, les auteurs en mesurent l'importance par la corrélation entre les gains de la cible et de l'initiatrice. La «surconfiance» a un effet différent sur la corrélation dépendamment du motif principal. Le coefficient négatif du motif de «surconfiance» devrait renforcer celui de même signe du motif d'ambitions managériales mais affaiblir celui du motif synergique, ce dernier étant positif. En utilisant les deux mêmes sous-échantillons, les hypothèses suivantes sont avancées en absence du motif de «surconfiance»;

(H4) : Les gains de la cible et de l'initiatrice sont négativement corrélés dans le sous-échantillon des gains totaux négatifs.

(H5) : Les gains de la cible et de l'initiatrice sont positivement corrélés dans le sous-échantillon des gains totaux positifs.

Les résultats des tests de ces hypothèses par Berkovitch et Narayanan (1993) sont donnés au tableau 6.

Tableau 6
Quelques résultats de Berkovitch et Narayanan

	Coefficient de corrélation entre gain de la cible et gain total	Coefficient de corrélation entre gain de la cible et gain de l'initiatrice
Sous-échantillon des gains totaux positifs	0,6490*	-0,0949
Sous-échantillon des gains totaux négatifs	-0,220*	-0,221*

* Significativement différent de zéro.

Source: Berkovitch et Narayanan (1993, p. 356)

L'échantillon de Berkovitch et Narayanan est constitué d'OP acceptées durant la période 1963-88. Les résultats montrent que 75% des cas d'acquisitions échantillonnés ont obtenu un gain total supérieur à zéro et que, pour ceux-ci, la corrélation entre gain total et gain de la cible est positif, ce qui s'accorde à l'hypothèse de la synergie. Pour les cas à gains totaux négatifs, la corrélation est négative, soutenant ainsi l'hypothèse des ambitions manageriales. Ces deux résultats sont incompatibles avec l'hypothèse de «surconfiance». Berkovitch et Narayanan voient toutefois des effets de «surconfiance», du moins pour les gains totaux positifs, du fait que la corrélation initiatrice-cible entre les gains ne diffère pas de zéro. Si la synergie avait été le seul motif, la corrélation aurait été positive.

4.1.2 Amit et al. (1989) et Clark et Ofek (1994)

Amit et al (1989) ont classé les initiatives OP en trois groupes selon les états financiers de la cible. Conformément à l'hypothèse de Jensen (1986), certaines initiatives OP visent à capitaliser sur la pratique de l'investissement abusif par les managers de la cible, ceux-ci finançant des projets douteux à même les flux dégageables de la firme au détriment de meilleurs dividendes pour les actionnaires¹⁶. Les trois groupes se répartissent selon le potentiel de gain comme suit: (1) les cibles bénéficiant de grandes liquidités, (2) les cibles ayant choisi l'OP comme alternative à la faillite et (3) les autres

cas. Conformément à l'hypothèse des flux dégageables, les cibles tentant d'échapper à une faillite prévisible ont des rendements anormaux plus faibles tandis que celles à fortes liquidités obtiennent les meilleurs rendements, car l'OP vient réduire le conflit d'intérêts entre les managers et les actionnaires quant à l'utilisation de ces liquidités.

Mentionnons toutefois que l'article de Clark et Ofek (1994) traite aussi du motif de restructuration des firmes dites précaires ou en détresse plus ou moins grande. Selon eux, l'un des moyens les moins explorés pour remédier aux difficultés d'exploitation ou financières d'une firme est la fusion de ses activités avec celles d'un acquéreur. Ils ont donc tenté de mesurer l'efficacité des fusions dans un but de restructuration des firmes précaires en examinant leur performance ultérieure. Leur échantillon comprend les acquisitions, qu'ils identifient comme étant des tentatives de restructuration, effectuées entre 1981 et 1988, pour un total de 38. Les caractéristiques de précarité, sinon de détresse, des cibles sont indiquées au tableau 7.

Clark et Ofek ont évalué la capacité de l'initiatrice à restructurer efficacement la cible précaire via cinq indicateurs de performance. Tous indiquent l'insuccès du mariage, donc que l'initiatrice n'a pas réussi à redresser la cible. Partout, les performances de l'initiatrice subséquentement à l'absorption sont négatives. Les auteurs nous préviennent toutefois qu'on ne peut pas conclure que l'absorption fut une mauvaise décision puisqu'on ne connaît pas le taux de succès des méthodes de restructuration concurrentes, ou encore les conséquences de ne rien faire. En effet, il n'est pas exclu qu'une restructuration peu réussie par l'initiatrice constitue le moindre mal.

¹⁶ À noter que l'hypothèse des flux dégageables de Jensen est réabordée par nous via notre traitement, dans la sous-section 4.2, de l'article de Servaes (1994).

Tableau 7
Indicateurs de détresse de la cible selon Clark et Ofek

Caractéristiques	Nombre de cibles concernées	% dans l'échantillon
Remplacement des managers ^a	14	37
Abandons d'activités	13	34
Difficultés financières ^b	12	32
Mise à pied d'employés	11	29
Réduction ou élimination des dividendes	10	26
Déclassement de la dette ^c	9	24
Vente d'actifs	8	21
Recherche d'un acquéreur ^d	8	21

^a Soit le directeur général ou le président.

^b Violation d'une clause d'un contrat de prêt, difficulté à servir la dette, dette en souffrance, manque de fonds pour l'exploitation ou fonctionnement sous protection légale (Chapitre 11).

^c Cibles dont la dette a été déclassée par Moody's ou S&P.

^d Cibles en recherche active d'un acquéreur pour atténuer ses difficultés.

Source: Clark et Ofek (1994, p. 545)

4.1.3 Walker (2000)

Walker (2000) voit six motifs stratégiques aux initiatives OP d'après son recensement des articles parus dans le *Wall Street Journal Index* et le *Predicasts F & S Index*. Y sont donnés les objectifs tels que perçus tant par les managers que par les analystes financiers ou autres spécialistes. Les six motifs récurrents sont énumérés et expliqués dans le tableau 8. Les pourcentages entre parenthèses indiquent l'importance de chaque motif dans l'échantillon. Visiblement, la diversification horizontale y domine comme motif.

Tableau 8
Motifs derrière les offres publiques selon Walker

Motif	Explication
(1) L'expansion géographique (10%)	L'initiatrice vise la réalisation d'économies d'échelle en étalant géographiquement une production plus grande.
(2) L'élargissement de sa gamme de produits (18%)	L'initiatrice entend réaliser des économies de gamme ^a .
(3) L'augmentation des parts de marché (13%)	L'initiatrice achète un compétiteur afin d'obtenir ses parts de marchés.
(4) L'intégration verticale (17%)	L'initiatrice renforce sa position en acquérant soit un fournisseur (intégration en amont), soit un distributeur (intégration en aval).
(5) La diversification horizontale (23%).	L'initiatrice acquiert une firme dont l'exploitation n'est pas reliée à la sienne ^b . Cet objectif est souvent cité lorsque la firme veut déborder d'un secteur à faible croissance vers un secteur à forte croissance.
(6) La diversification horizontale synergique (19%)	L'initiatrice et la cible ne sont pas reliées mais l'acquisition est susceptible de créer un effet de synergie. Cette synergie peut apparaître parce que les deux firmes vendent des produits similaires ou encore vendent leurs produits dans des marchés similaires.

^a Une économie de gamme se définit ainsi: «Accroissement de l'efficacité résultant de l'élargissement de la gamme des biens ou service que produit l'entreprise, notamment en raison des achats, de la publicité et de la distribution qui se font dorénavant sur une plus grande échelle.» (Ménard, 1994, p. 264).

^b Selon Walker, deux firmes ne sont pas reliées lorsqu'elles ont des codes SIC (Standard Industrial Classification) différents.

Source: Walker (2000, p. 57)

4.2 Articles centrés sur un motif unique

4.2.1 Hypothèse de la « surconfiance » selon Roll (1986)

Élaborons sur l'hypothèse de «surconfiance» prônée par Roll (1986) dans son fameux article intitulé: «The hubris hypothesis of corporate takeovers». Roll avance que les gains attendus d'une union par un manager «surconfiant» sont forcément surestimés, donc minces, voire nuls. Selon lui, en contexte de surconfiance, la hausse typique du cours de la cible signifie un gain pour celle-ci aux dépens de l'initiatrice puisque cette dernière la surévalue. En effet, l'initiatrice évalue alors la cible par rapport à sa valeur au

marché. Si son évaluation excède la valeur marchande, une offre d'acquisition sera déposée et elle sera rendue publique. Si son évaluation est inférieure à la valeur marchande, aucune offre ne sera déposée pour acquérir la cible.

L'hypothèse de «surconfiance» présuppose donc que le marché, pris globalement, sait tout, donc qu'il est efficient au sens fort. Plus précisément, selon Roll, l'efficiencia des marchés des produits et du travail veut que (1) à coûts totaux fixes, leur réorganisation industrielle n'améliore pas la production agrégée, ou encore, à production totale fixe, elle ne réduit pas les coûts agrégés; et, (2) le talent des managers est exploité optimalement.

Ainsi, en l'absence de gain total et de frais d'initiative, l'hypothèse de «surconfiance» implique que toute hausse de valeur de la cible se soustrait de la valeur de l'initiatrice. Mais comme l'initiative a ses frais, il en résulte une perte nette pour l'opération. Notons que la hausse de valeur de la cible ne survient que si l'offre est inattendue par le marché. De plus, la hausse peut s'annuler ou devenir une baisse si l'offre connaît l'échec définitif, sans offre subséquente.

Pour l'initiatrice, advenant que son offre soit vraiment inattendue et que l'information sur elle-même se limite à signifier sa visée d'acquisition, alors l'hypothèse de «surconfiance», selon Roll, prédit que le cours de ses actions obéira aux nouvelles positives et négatives inhérentes à l'opération, comme au tableau 9:

Tableau 9
Effet des nouvelles liées aux offres d'initiatrices surconfiantes

Nouvelle	Positive (+) ou négative (-)	Effet sur le cours de l'action de l'initiatrice
Offre publique.	(-)	Baisse, vu un transfert probable de richesse vers la cible.
Abandon ou échec définitif de l'offre.	(+)	Hausse, vu l'annulation du transfert.
Acceptation de l'offre.	(-)	Baisse un peu plus, vu les frais de l'initiative.

Source: Roll (1986, p. 201)

Par ailleurs, plusieurs auteurs cités par Roll avancent, entre autres, qu'on ne peut établir clairement si l'offre est inattendue, donc surprenante pour le marché (Schipper et Thompson, 1983 et Jensen et Ruback, 1983) et que l'offre de l'initiatrice révèle plus sur elle-même que sa seule visée d'acquisition (Jensen et Ruback, 1983). Par exemple, le marché pourrait voir une bonne nouvelle dans l'offre, soit le signal que l'initiatrice évalue à la hausse ses flux à venir. Quant à l'abandon d'une offre, il pourrait signifier la mauvaise nouvelle que l'initiatrice ne peut se payer le transfert de richesse (la subvention) inhérente à l'acquisition tandis que l'insuccès d'une offre dû à un compétiteur pourrait signaler un manque de ressources. Avec de tels arguments contradictoires en tête, l'explication des mouvements boursiers liés aux OP n'en devient que plus confondante a priori, mais plus éclairante après coup si les tests sont bien faits.

Voyons, aux tableaux 10, 11 et 12, les écrits où les hypothèses de Roll sont testées directement ou implicitement.

Tableau 10
Gain de la cible selon les écrits évoqués par Roll (1986)

Gain de la cible		
Hypothèse = Hausse de valeur pour la cible puisque l'initiatrice la surestime.		
Auteurs	Résultats	Conforme ou non à l'hypothèse de Roll
Bradley et al (1983)	Ils ont démontré que le cours de l'action ciblée augmente avec l'offre mais qu'il retourne à son niveau initial en l'absence d'acceptation ou de surenchère.	Oui
Asquith (1983)	L'étude, sur les cibles sujettes à une ou plusieurs offres éventuellement abandonnées, indique que lors de la première, la valeur de la cible augmente en moyenne de 7%; lorsque la dernière offre est abandonnée, cette valeur décline d'environ 8,1%, annulant la hausse initiale.	Oui

Tableau 11
Gain de l'initiatrice selon les écrits évoqués par Roll (1986)

Gain de l'initiatrice		
Hypothèse = Baisse de la valeur de l'initiatrice due à la probabilité que la cible soit absorbée à un prix supérieur à sa vraie valeur.		
Auteurs	Résultats	Conforme ou non à l'hypothèse de Roll
Dodd (1980)	Rendements négatifs significatifs lors de l'annonce.	Oui
Firth (1980)	Rendements négatifs significatifs au cours du mois de l'annonce pour 80% de son échantillon.	Oui
Ruback (1982)	Étude du cas de l'acquisition de Conoco par Dupont. La baisse du cours de Dupont a été plus qu'annulée par la hausse du cours de Conoco, résultant en un gain total positif. Suggère que plusieurs facteurs ont pu jouer, y compris la surconfiance chez Dupont puisqu'elle a connu une perte boursière.	Oui
Asquith (1983)	L'initiatrice semble avoir de minces rendements positifs anormaux, mais non significatifs, le jour de l'annonce.	Non
Eger (1983)	Rendements négatifs significatifs de -4%, en moyenne, au cours de la période s'étendant de 5 jours avant l'annonce à 10 jours après. Étude portant sur des fusions par échanges d'actions.	Oui
Ruback (1983)	Étude du cas de l'acquisition de Cities Service (CS) par Occidental Petroleum (OP). Rendement légèrement positif pour CS, et gain total positif. Peu d'indice de surconfiance vu la mince prime offerte par OP.	Non
Ruback et Mikkelson (1984)	- Rendements positifs significatifs dans les 2 jours après l'annonce de l'offre par 370 initiatrices dont le but d'achat d'actions n'était pas une acquisition. - Rendements négatifs significatifs pour les 134 initiatrices ayant indiqué leur intention d'effectuer une acquisition.	Non Oui
Varaiya (1985)	Rendements négatifs significatifs le jour de l'annonce et perte encore plus grande lorsque des rivaux se manifestent.	Oui

Tableau 12
Gains totaux selon les écrits évoqués par Roll (1986)

Gains totaux		
Hypothèse = La valeur de l'entité unifié devrait diminuer car la hausse du côté ciblé sera inférieure au total de la perte chez l'initiatrice et des frais afférents à l'offre.		
Auteurs	Résultats	Conforme ou non à l'hypothèse de Roll
Halpern (1973)	Gain totaux moyens de 27,35 millions \$US (M\$US) dans un échantillon de fusions du NYSE. Les gains ont été calculés sur une période allant de 7 mois avant l'annonce jusqu'au mois de ladite fusion. Dans 53 cas sur 77, il y a eu un gain.	Non
Firth (1980)	Étude effectuée sur les acquisitions au Royaume-Uni. Selon son échantillon, la cible gagne et l'initiatrice perd, les deux significativement. Le rendement anormal, calculé sur la période allant d'un mois avant l'offre au mois de l'acceptation, est de -36,6 M£ (224 des 434 cas ont connu une perte au total). Son étude suggère également que le marché ne voit aucun bénéfice aux acquisitions et que le gain de la cible représente une surestimation de la part de l'initiatrice, et donc une perte correspondante.	Oui
Bradley et al (1982)	Leur échantillon comprend 162 dépôts d'actions réussis et le gain est calculé pour la période entre 20 jours avant l'annonce à 5 jours après la réussite. Le gain total moyen est non significatif à 17 M\$US, comprenant 34 M\$US de gain moyen pour la cible et 17 M\$US de perte moyenne pour l'initiatrice.	Non
Asquith et al (1983)	Leurs résultats suggèrent que l'initiatrice est perdante en moyenne, mais elle l'est moins si la cible est de grande taille.	Oui
Bradley et al (1983a)	Leur échantillon comprend 183 dépôts d'actions. Le gain moyen de la cible est de 28,1 M\$US pour un gain moyen de l'initiatrice de 5,8 M\$US et un gain total de 33,9 M\$US. Donc, les deux parties sont gagnantes.	Non
Malatesta (1983)	Leur conclusion est que l'impact immédiat de l'OP est significativement positif pour la cible mais négatif (et plus élevé en valeur absolue) pour l'initiatrice, résultant en une perte totale.	Oui
Varaiya (1985)	Sur une période de 121 jours entourant l'annonce, la gain anormal des cibles est de 189,4 M\$US tandis que la perte anormale des initiatrices est de 128,7 M\$US. Le gain net de 60,7 M\$US n'est pas significatif. L'étude révèle également que plus le gain de la cible est élevé, plus la perte de l'initiatrice est élevée.	Oui, mais non significatif.

A propos des gains totaux, les nombreux résultats exprimés en pourcentages de correction boursière sont trompeurs au sens qu'ils sont difficiles à traduire en valeurs monétaires concrètes (par exemple, un gain de 1% sur un capital d'initiatrice de 100 milliards dépassent largement un gain de 10% sur un capital de 1 milliard). Toutefois, les études avec résultats en valeurs monétaires n'ont pas effacé le doute quant à la signification des gains ou des pertes, sans compter que certains biais en rendent l'interprétation encore plus incertaine. Par exemple, une acquisition est souvent financée par endettement, ce qui hausse le levier financier de l'entité et donc son cours. Il est important qu'on corrige cet effet dans les études.

4.2.2 Les OP disciplinaires

4.2.2.1 Martin et McConnell (1991)

Martin et McConnell (1991) ont voulu départager deux motifs classiques (motifs de discipline et de synergie) dans leurs tests sur les OP. Ils voient le motif synergique dans l'union efficiente de deux firmes, et le motif disciplinaire dans l'évincement des managers abusifs du bien social de la cible, ou purement incompetents, le tout conforme à bien des écrits (Manne, 1965; Fama, 1980; Shleifer et Vishny, 1988).

Pour éprouver l'hypothèse disciplinaire des OP, Martin et McConnell ont réuni un échantillon de 253 offres éventuellement acceptées de la période 1958-1984. Pour eux, la visée disciplinaire existe si le directeur général ou, s'il n'y en a pas, le président de la cible, se voyait remplacé après l'absorption, exception faite des remplacements rotatifs normaux. Ces derniers cas étaient explicites d'après les annonces publiées par les cibles ou initiatrices dans le *Wall Street Journal*, ou implicites dans la provenance des remplaçants, la nomination d'un «externe», plutôt que d'un «interne», étant vue comme disciplinaire.

Ils ont vérifié si les cibles hypothétiquement «disciplinées» par l'absorption avaient mal performé antérieurement, donc si l'absorption visait plausiblement à protéger les actionnaires des managers abusifs ou incompetents. La performance boursière antérieure était établie soit via le modèle de marché classique, soit via les rendements sectoriels normaux pour la cible. Leurs résultats ont démontré ce qui suit:

- Le taux de remplacement des dirigeants des cibles augmente significativement après une acquisition;
- Il y a un rapport important entre ce taux accru de départs et la performance antérieure des cibles. En moyenne, les cibles proviennent d'industries performant mieux que le marché, et les cibles absorbées où les cadres ne sont pas remplacés après l'acquisition performaient aussi bien que la moyenne de l'industrie. Par contre, les cibles dont les cadres quittent après l'acquisition performaient significativement moins bien que la moyenne de leur industrie. Donc, les cibles absorbées où les cadres partent performaient significativement moins bien que celles où ils gardent leurs postes.

Ces résultats sont conformes avec l'hypothèse que les acquisitions jouent un rôle important dans le contrôle des managers et l'alignement de leur comportement dans l'intérêt des actionnaires.

Les auteurs ont aussi divisé leur échantillon selon que l'acquisition était dite hostile ou amicale, et n'ont remarqué aucune différence dans le taux de remplacement des cadres entre ces deux catégories et dans leurs performances passées. Donc, si la performance avant l'acquisition est une bonne mesure de l'efficacité des managers, la division entre acquisitions hostiles ou amicales ne permet pas de distinguer entre les acquisitions disciplinaires et non-disciplinaires (du moins pour leur échantillon). Cela tient probablement au peu de substance derrière l'étiquetage «hostile» ou «amicale» pour les OP, comme Schwert (2000) devait plus tard le montrer (voir à la section 6).

4.2.2.2 *Servaes (1994)*

Quant à Servaes (1994), il se base sur la théorie des liquidités dégageables¹⁷ de Jensen (1986) selon laquelle les managers ne sont pas enclins à distribuer ces excédents aux actionnaires, préférant les réinvestir dans des projets non rentables afin de régner, avec prestige accru, sur plus d'actifs. Il y a là conflit, car, si les managers agissaient dans l'intérêt des actionnaires, ils leur verseraient ces excédents dégageables pour qu'ils les investissent à meilleur escient. Les OP serviraient alors de moyen de discipline, car à défaut de réduire ses immobilisations appauvrissantes, la cible serait absorbée et ses managers abusifs évincés ou réalignés correctement dans leurs décisions.

Des études ont tenté d'établir si les firmes à piètres investissements sont plus susceptibles d'absorption. Mitchell et Lehn (1990) ont étudié des cas où les mauvais investissements étaient des acquisitions. Leurs résultats se conforment à l'hypothèse voulant que les acquisitions sont au moins partiellement motivées par le renversement de mauvaises décisions d'investissement des cibles. Dans leur échantillon de 280 firmes acquéreuses en 1981, 77 sont ensuite devenues cibles contre 166 non cibles. Or, la différence entre leurs rendements est frappante¹⁸. Le prix des actions des non ciblées a par la suite augmenté en moyenne de 3,5% contre -3,5% pour les ciblées. Mitchell et Lehn ont également trouvé que le renversement est plus probable si le rendement obtenu à l'annonce est négatif.

Bhagat et al (1990) ont examiné les changements opérationnels liés à 62 acquisitions hostiles de la période 1984-86. Seulement neuf ont connu une importante baisse subséquente dans leurs investissements et rien n'indique si cette baisse résulte de l'élimination de bons ou mauvais projets. Il y a eu indice clair de surinvestissement dans la cible dans seulement trois cas bien particuliers.

¹⁷ Les flux dégageables s'il n'y a pas surinvestissement abusif (donc dans des projets à VAN négative).

¹⁸ Les autres firmes sont classées dans une autre catégorie soit parce qu'elles ont effectué du chantage financier (menace de prise de contrôle hostile dont le but est d'amener la cible à racheter les actions détenues par l'initiatrice à un prix élevé), ont fait faillite ou encore ont été grandement restructurées, et ce sans être ensuite devenues une cible.

Kaplan (1989) et Smith (1990) ont remarqué une baisse importante dans les immobilisations des firmes après qu'elles soient devenues privées suite à leur rachat par emprunt massif de leurs cadres¹⁹. La discipline entre en jeu dans le sens que, une fois devenus propriétaires au même titre que les actionnaires, les cadres auront souci que la firme investisse de façon efficiente et dans leur intérêt. Kaplan et Smith ont également remarqué une baisse des immobilisations au cours des deux années précédant le rachat. Il existe au moins trois explications à ceci:

1. la firme a simplement moins de projets rentables réalisables;
2. elle a des projets rentables, mais ils sont différés par manque de liquidités ou parce qu'en les différant, la valeur de la firme demeure basse et plus facile à acquérir;
3. elle ne désire pas détruire sa valeur en réalisant des projets appauvrissant.

Healy et al (1992), pour leur part, ont étudié les 50 plus grosses acquisitions aux États-Unis dans la période 1979-84 et n'ont pas constaté de changement sensible dans la hauteur des immobilisations après l'acquisition. Donc, même si l'entité unifiée connaît une meilleure exploitation, celle-ci ne viendrait pas de l'élimination du surinvestissement.

Servaes (1994) propose un éclairage du sujet en examinant les dépenses d'investissement des cibles avant leur acquisition et celles qui accompagnent les rachats privés par endettement massif (les REM ou leveraged buyouts: LBO's). Il compare les investissements d'un échantillon de 700 firmes devenues, par la suite, ciblées, ou privées via REM, durant la période de 1972-87 avec ceux de la moyenne de l'industrie dans laquelle elles évoluent. Son but est d'établir si les investissements sont trop élevés par rapport au nombre de projets à VAN positive disponibles. Pour rendre plus comparables les investissements durant l'année t , ils les divisent par la taille de l'actif des firmes en fin d'année $t-1$.

¹⁹ En anglais, "Management buyout".

Dans leur ensemble, les résultats n'ont révélé aucun indice de surinvestissement de la part des cibles avant leur acquisition. Servaes a ensuite constitué un sous-échantillon d'OP hostiles²⁰ puisque, selon Morck et al (1988), de telles OP sont plus susceptibles d'être de nature «disciplinaire» tandis que les OP amicales seraient plus de nature synergique. Si les résultats de Morck et al. corroborent l'hypothèse, ceux de Servaes ne la soutiennent pas du tout. Les cibles d'OP hostiles n'investissent pas plus que les autres firmes de leur industrie. En ce qui concerne les REM, Servaes n'a pas trouvé également qu'ils s'accompagnent de surinvestissement par rapport à leur industrie. Il a également isolé les firmes de grande taille (d'au moins 250 millions\$ de capitaux propres) puisqu'elles ont plus la capacité de résister aux OP, et qu'elles seraient plus enclines à des comportements ne visant pas la maximisation de la valeur. Les résultats de Servaes révèlent cette fois-ci une tendance de surinvestissement pour ces firmes.

Servaes a voulu en plus éliminer un biais possible dans ses résultats, celui de ne pas tenir compte de l'accessibilité différente des cibles aux opportunités d'investissement. En effet, si la cible bénéficie de peu de ces opportunités dans son secteur, il se pourrait qu'elle surinvestisse même en se situant sous le niveau moyen sectoriel. Il a remédié au biais possible en se servant de l'équation suivante:

$$CAP_{jt} = bX_{jt-1} + cTO_j + \varepsilon_{jt}$$

où

CAP_{jt} = Niveau d'immobilisations de la firme j au temps t;

X_{jt-1} = Matrice des variables explicatives observées au temps t-1;

b = Matrice des coefficients de régression;

TO_j = 1 si la firme devient une cible dans les deux années subséquentes et 0 autrement.

Ainsi, il devient détectable que les cibles surinvestissent si le coefficient c de la variable binaire diffère positivement et significativement de zéro. D'autres variables ont été introduites, notamment afin de déceler des tendances entre diverses industries. Bref, il

²⁰ Pour lui, il y a hostilité si les managers de la cible n'appuient pas l'acquisition lors de son annonce. Les acquisitions pour lesquelles les managers laissent tomber toute résistance au cours du processus sont également considérées comme étant hostiles.

en résulte que le secteur Pétrole et gaz serait le seul où les cibles auraient tendance à surinvestir.

Au total, les résultats de Servaes se conforment tout au plus faiblement aux implications de l'hypothèse voulant que les cibles surinvestissent via expansion interne. Par contre, Mitchell et Lehn ont démontré qu'il y a indice de surinvestissement via expansion externe, donc par acquisitions. On ne peut donc rejeter la théorie des liquidités dégageables de Jensen (1986) car elle ne fait pas la distinction entre les projets d'investissement externes et internes. Mentionnons finalement que Servaes ne tient pas compte du surinvestissement dans d'autres actifs (employés, inventaires, etc.).

4.2.2.3 Franks et Mayer (1996)

Franks et Mayer (1996) traitent également de la fonction disciplinaire des OP mais en se concentrant sur les acquisitions dites hostiles²¹ au Royaume-Uni en 1985-86.

Selon certains auteurs cités (Grossman et Hart, 1980; Rappaport, 1990), les acquisitions seraient une façon de corriger les managers. Pour d'autres (Shleifer et Summers, 1988; Herzel et Shepro, 1990; etc.), ce ne serait pas le cas.

Franks et Mayer ont vérifié si les acquisitions hostiles sont associées avec une mauvaise performance préalable de la cible et avec l'éviction subséquente de ses managers. Pour ce faire, ils ont pris des mesures classiques de performance financière et des restructurations après acquisitions. Selon eux, l'acquisition disciplinaire signifie un grand remaniement dans le personnel de direction et une restructuration importante. Par contre, ces deux effets sont nécessaires mais non suffisants pour démontrer l'effet disciplinaires des acquisitions, car ils pourraient simplement refléter un désaccord quant à l'utilisation future des actifs. Pour établir que les acquisitions hostiles sont un moyen de discipline, il faut qu'elles s'accompagnent de gains liés à la restructuration future et à la

²¹ Une acquisition hostile est définie dans cette étude comme étant une acquisition où les managers de la cible s'opposent à la première offre.

correction de la mauvaise performance antérieure. Ces gains sont évalués en mesurant la prime offerte.

Pour établir s'il y a eu restructuration, les auteurs ont vérifié s'il y a eu la vente de plus de 10% du total des immobilisations dans les deux années suivant l'acquisition et ils ont analysé les ventes d'actifs des cibles dont les OP se sont soldées par un échec.

Pour mesurer la performance de la cible antérieure à son absorption (en 1985-86), les auteurs ont pris: (1) le rendement de l'action au cours des cinq années précédant le mois de l'annonce de l'offre initiale; (2) les changements dans les dividendes par action et les omissions de dividendes au cours des deux années précédant l'année d'acquisition, une mauvaise performance signifiant une baisse ou une omission des dividendes; (3) le rendement obtenu sur les actifs en 1980 et au cours de la dernière année avant l'offre; et (4) le ratio Q de Tobin, soit la division de la valeur marchande par la valeur de remplacement des actifs de la cible.

Les résultats de cette étude ont montré que les acquisitions hostiles signifient plus de déplacement de manageurs que les acquisitions amicales. En effet, 50% des administrateurs membres du CA démissionnent après les OP amicales comparativement à 90% après les OP hostiles, la différence étant statistiquement très significative. Il y aurait aussi restructuration après les acquisitions hostiles, le critère des ventes d'actifs ciblés (au moins 10%) étant satisfait dans 53% des acquisitions hostiles, contre 26% dans les acquisitions amicales, soit une autre différence statistiquement significative. Dans les cas d'échecs d'OP hostiles, il y aurait eu ventes d'actifs de l'ordre de 8 à 9% dans l'année précédant l'OP et l'année de l'OP, suivies de ventes d'actifs significativement plus élevées que 10% dans 60% des cas trois ans après l'échec. Cet indice est conforme à l'observation de Dann et DeAngelo (1988), voulant que les OP hostiles se soldent en un échec lorsqu'une restructuration est planifiée et exécutée par les manageurs de la cible.

D'après ce qui précède, il serait logique de penser que la restructuration plus prononcée chez les cibles d'OP hostiles devrait créer plus de valeur pour les actionnaires.

De plus, si les OP sont disciplinaires, la prime offerte devrait être plus élevée pour les acquisitions où la direction de la cible est plus remaniée. En effet, les résultats démontrent une prime de 30% pour les acquisitions hostiles contre 18% pour les OP amicales, la différence étant significative. Toutefois, les résultats démontrent que, malgré que les OP hostiles amènent des primes plus élevées, ces primes ne sont pas liées à un déplacement plus grand des managers, ce qui contredit l'hypothèse de discipline. En effet, les primes pour les OP où les managers sont largement remplacés sont presque identiques à celles payées dans les cas où les managers restent en place.

Finalement, si les OP hostiles disciplinent la direction des cibles, nous devrions observer un grand déplacement de managers lorsque la performance antérieure à l'OP est médiocre. Trois des quatre mesures de Franks et Mayer révèlent très peu de différence entre les performances des cibles d'OP hostiles et d'OP amicales, la seule exception étant le Q de Tobin. Donc, les cibles d'acquisitions hostiles ne performeraient pas moins bien comparativement aux autres cibles avant l'annonce de l'offre et il n'y aurait aucun indice solide de mauvaises performances préalables lorsque les acquisitions s'accompagnent d'évictions de managers.

Bref, Franks et Mayer ont dû rejeter l'hypothèse du rôle disciplinaire des OP. Le rejet des OP au Royaume-Uni serait plus compatible avec l'hypothèse d'opposition des managers au cours des négociations entourant l'OP.

4.2.2.4 Ghosh et Lee (2000)

Ghosh et Lee (2000) estiment qu'on peut déceler le motif de l'initiative OP dans la relation entre la performance que le marché attend des managers de la cible et les rendements anormaux de celle-ci. Ces motifs sont (1) de discipline ou (2) synergiques.

(1) Hypothèse des OP «disciplinaires». Les initiatives OP ont comme motif de diminuer les problèmes d'agence présents chez la cible (Manne, 1965; Palepu, 1986; Ghosh et Lee, 2000). Ces problèmes surviennent, par exemple, lorsque les managers se

procurent des avantages indus au détriment des actionnaires, lorsque leur ego les pousse à surinvestir ou encore lorsqu'ils évitent l'endettement (et donc la responsabilité éprouvante mais bénéfique de gérer un fardeau d'intérêts) afin de jouir abusivement de liquidités excédentaires. Une firme mal gérée appauvrit ses actionnaires et connaît d'ordinaire un déclin boursier au fil de sa mauvaise gestion. Le marché, voyant sa mauvaise gestion, en fait alors sa cible et son absorption permet de remplacer ses managers non performants, créant ainsi de la valeur pour les actionnaires. Une telle perspective veut que l'annonce de l'OP produise des gains boursiers anormaux.

(2) Hypothèse des OP synergiques. Ici, la discipline des managers n'est pas en cause. Le motif d'OP réside dans les bénéfices attendus de l'union des entités, donc dans le gain synergique. Lorsque la performance attendue des managers est à la baisse, les rendements anormaux de la cible lors de l'OP ne devraient pas être élevés, le gain synergique étant plus ardu à obtenir avec des managers dont les qualités d'exploitants sont plus faibles que prévu.

Ghosh et Lee (2000) croient pouvoir cerner le motif des OP via l'évolution boursière, en testant l'hypothèse que les rendements anormaux communiquent une information positive ou négative sur la qualité des managers de la cible en tant qu'exploitants.

Ils ont divisé en trois leur échantillon selon que les rendements anormaux cumulatifs sont élevés, moyens ou faibles en période d'annonce de l'OP (soit 5 jours avant jusqu'à 5 jours après la date de l'annonce). Ils ont ensuite mesuré les révisions dans la performance attendue des managers de la cible autour de la date de l'annonce de l'initiative OP. Pour ce faire, ils ont utilisé les prévisions de bénéfices par action (BPA) que Value Line recueille auprès d'analystes et publie trimestriellement²². Parmi ces prévisions, ils ont pris les BPA prévus à court terme d'un an et à long terme de 5 ans.

²² La formule utilisée est la suivante; Révision = $(VLF_2 - VLF_1) / (|VLF_1|)$ où VLF_1 = prévision des bénéfices par Value Line juste avant l'annonce d'initiative OP et VLF_2 = prévision des bénéfices par Value Line pour la même horizon juste après l'annonce d'initiative OP. La division par la valeur absolue de VLF_1 a pour but d'éliminer le biais introduit par la différence de taille des firmes de l'échantillon.

Puisque les problèmes d'agence se révèlent plus à long terme, ils ont mis l'accent sur les prévisions à 5 ans.

Leurs résultats indiquent que les cibles à rendements anormaux élevés ont des révisions de performance à long terme négatives, ce qui s'accorde à l'hypothèse de discipline. Pour les rendements anormaux moyens, il y a révision à la hausse de la performance à long terme, conformément à l'hypothèse synergique. Pour les rendements anormaux faibles, par contre, il n'y a aucun changement significatif dans les prévisions de bénéfices à long terme.

Les auteurs ont procédé par régression dans un autre test selon l'équation suivante:

$$\text{Rendements anormaux} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Révisions de bénéfices} + \beta_2 \text{ Mode de paiement} + \beta_3 \text{ Type d'acquisition (hostile ou non)} + \varepsilon$$

L'équation ayant servi simultanément à plusieurs tests, nous ne tenons compte ici que du coefficient relié aux révisions de bénéfices (β_1). Or, il s'est avéré significativement négatif, comme l'hypothèse de discipline le veut. En effet, l'hypothèse veut qu'une baisse de la performance attendue entraîne une hausse des rendements anormaux, ces cibles étant attrayantes vu le gain potentiel à obtenir via l'imposition de sanctions disciplinaires.

Ghosh et Lee ont aussi analysé les rendements anormaux pour les cibles ayant des révisions de bénéfices prévus largement négatives (moins de -5%), largement positives (plus de 5%) et des petites révisions (entre -5% et 5%). Leur équation est:

$$\text{Rendements anormaux} = \beta_1 \text{ Révisions de bénéfices largement négatives} + \beta_2 \text{ Petites révisions de bénéfices} + \beta_3 \text{ Révisions de bénéfices largement positives} + \beta_4 \text{ Mode de paiement} + \beta_5 \text{ Type d'acquisition (hostile ou non)} + \varepsilon$$

Comme le veut l'hypothèse des acquisitions disciplinaires, Ghosh et Lee ont observé que les rendements anormaux des cibles sont les plus élevés lorsque les révisions sont grandement négatives, le coefficient β_1 étant alors le plus élevé. Les rendements les plus faibles sont ceux associés avec les révisions grandement positives, le coefficient β_3 étant alors le plus faible.

Les résultats des Ghosh et Lee (2000) suggèrent donc que le motif de discipline est dominant.

4.2.3 Motivations reliées à l'impôt

Plusieurs auteurs ont vu le motif fiscal dans les absorptions (Steiner, 1975; Weston et Chung, 1983; Jensen et Ruback, 1983; Brealey et Myers, 1988; Auerbach et Reishus, 1988; Hayn, 1989; Shih, 1994; etc.).

4.2.3.1 Hayn (1989)

Chez Hayn (1989), le motif fiscal dans les initiatives OP se voit dans le fait que l'obtention du statut «non-imposable» a été une condition préalable de bien des absorptions. En effet, tout facteur enrichissant ne peut que jouer.

Rappelons qu'en cas de règlement en espèces, les gains ou pertes liés aux actions cédées «subissent l'impôt dans l'année». Avec le règlement en actions, l'impôt est «différable», aussi longtemps que les actions obtenues ne sont pas vendues. Bien entendu, le jeu fiscal est partiel si le règlement combine actions et argent. L'initiatrice qui règle en argent devra donc compenser les actionnaires de la cible en leur offrant une prime plus élevée pour compenser l'effet de l'imposition (sauf ceux échappant au fisc, bien entendu, comme l'État actionnaire).

Hayn souligne aussi le gain fiscal que l'initiatrice dérive des pertes reportées et des crédits d'impôt non utilisés de la cible sans compter les économies fiscales accrues liées à la hausse de l'actif amortissable.

Reconnaissons ici que le motif fiscal devrait jouer dans les absorptions (comme dans toute transaction) mais qu'il s'intègre au motif synergique (et en complique la compréhension) car après tout la synergie d'absorption (potentielle ou réalisée) se concrétise ou se mesure d'ordinaire en bourse sur une base nette, effet fiscal compris. Il serait ainsi plausible d'avancer que le motif fiscal serait une des composantes du motif synergique, et qu'il faudrait en tenir compte dans les tests effectués afin de valider le motif synergique.

4.2.3.2 Shih (1994)

Shih (1994) examine les motifs fiscaux des fusions conglomerales²³ entre des firmes dont les bénéficiaires ne sont pas fortement corrélés (le bénéfice attendu de l'une des firmes est mince tandis que celui de l'autre est élevé). La fusion entre deux telles firmes apporterait les avantages suivants:

1. Hausse des chances que les éléments pouvant être passés en charges aux fins fiscales ou les éléments donnant droit à des crédits d'impôt soient utilisés entièrement au lieu de faire l'objet de reports, et ainsi d'en diminuer la valeur. En effet, lorsqu'une des firmes a des profits trop faibles pour utiliser tous ses crédits d'impôt, l'autre est susceptible d'avoir des profits suffisants pour le faire et réduire son fardeau fiscal.
2. Coassurance contre la faillite; lorsqu'une des firmes est en difficultés, l'autre risque d'avoir des fonds en surplus pour lui venir en aide. Le risque de faillite étant moins important, les firmes peuvent hausser leur niveau d'endettement et bénéficier de plus d'économies d'impôt liés à la dette (Lewellen, 1971; Lintner,

²³ Regroupement de firmes exerçant des activités diversifiées et n'ayant pas de liens entre elles.

1971; Melnik et Pollatschek, 1973; Scott, 1977; Amihud et Lev, 1981). Également, la baisse du risque de faillite fait aussi baisser le risque que les avantages fiscaux soient perdus à jamais;

3. Utilisation plus rapide d'économies provenant d'un plus grand montant amortissable dérivant de l'ajout aux actifs amortissables et d'une hausse des crédits d'impôt à la recherche et au développement (R&D) et aux investissements.

Shih a montré que, sans fusion, plus une firme bénéficie d'économies d'impôt non liées à la dette, (1) plus il y a de chances qu'une partie de ce montant devienne un surplus lorsque les profits baissent et (2) plus la perte d'économies d'impôt augmente en cas de faillite. Les fusions conglomerales rapportent donc plus fiscalement si les économies fiscales possibles sont moins liées à l'endettement.

Shih estime que le nombre de fusions devrait fluctuer avec les variations des taux d'impôt corporatif. Or, il a observé une évolution concordante aux États-Unis. En particulier, leur nombre a bien diminué avec la «Tax Reform Act» en 1986, qui a baissé les taux d'impôt des particuliers et des corporations. Mais est-ce vraiment là une preuve ou une simple coïncidence...?

Shih a aussi observé que les firmes américaines remanient leur structure financière à la faveur des fusions conglomerales. Celles-ci se financent davantage par endettement que les autres fusions. Comme les fusions conglomerales se font entre firmes ayant des bénéfices faiblement corrélés, il y voit une relation négative entre le niveau d'endettement optimal et la corrélation entre bénéfices, ce qui soutient l'hypothèse de la coassurance.

Shih en conclut donc que la motivation «conglomerale» serait surtout de nature fiscale.

4.2.4 Hypothèse des managers en conflit d'intérêts

Seyhun (1990) avance que les managers des initiatrices visent à protéger leur position dans la firme et agissent donc en conflit d'intérêts. D'où leur propension à surpayer la cible et à s'avantager par la suite: sécuriser leur emploi, régner sur plus d'actifs et de gens, etc., et cela aux dépens des actionnaires.

Seyhun a examiné les transactions «personnelles» des managers. Si ceux-ci estiment que le projet d'union va réduire le cours de l'action de leur firme (parce qu'ils surpaient pour l'acquérir), leurs ventes d'actions en tant qu'initiés devraient dépasser la normale. S'ils craignent toutefois de trop attirer l'attention²⁴, ils vont moins acheter d'actions qu'à l'habitude. L'examen des transactions d'initiés de l'initiatrice peut ainsi fournir des indices de conflit d'intérêts.

La valeur informative des transactions d'initiés a déjà été bien établie (Jaffe, 1974; Finnerty, 1976; Seyhun, 1986, 1988). Antérieurement, Seyhun (1986) a montré que les initiés obtiennent un rendement anormal moyen de 3% sur leurs transactions et qu'ils peuvent aussi tirer profit d'une information privilégiée en évitant de transiger à certains moments.

L'hypothèse de conflit d'intérêts prédit que les managers vont agir dans leur intérêt au détriment des intérêts des actionnaires en entreprenant des actions résultant en une baisse du cours de l'action de leur firme et qu'ils vont réduire leurs achats d'actions, hausser leurs ventes, ou les deux. Pour tester cette intuition, Seyhun (1990) a constitué un échantillon d'initiatrices d'OP de la période 1975-86 dont au moins un initié a signalé à la Securities and Exchange Commission (SEC) son intention d'effectuer des transactions d'initiés. Pour établir si la fréquence de transactions entourant l'OP est anormalement élevée ou faible, Seyhun a utilisé deux échantillons de contrôle: (1) les transactions effectuées par les managers de firmes neutres (non initiatrices) durant la même période

²⁴ Les transactions des initiés, donc dans les actions de leur propre firme, sont surveillées par la SEC en vertu du "Securities and Exchange Act" de 1934.

et (2) les transactions des managers de l'initiatrice effectuées dans une période antérieure. Ses résultats indiquent que les managers des initiatrices augmentent leurs achats d'actions et diminuent leurs ventes avant l'annonce de l'acquisition mais que le niveau de transactions redevient similaire à celui des firmes neutres pour la période d'annonce et celle qui suit. Cette baisse des ventes d'actions par les initiés avant l'annonce de l'acquisition indiquerait qu'ils sont optimistes à propos de l'effet de l'annonce.

L'examen des transactions des managers des initiatrices ne supporte donc pas l'hypothèse du conflit d'intérêts avancée par Seyhun.

4.2.5 St-Pierre (1991)

Josée St-Pierre (1991) traite principalement des réactions des managers face aux OP. Plus précisément, elle tente d'expliquer la probabilité d'opposition des managers aux OPA en fonction de sept variables. Elle aborde également la notion du conflit d'intérêts, ce qui rejoint notre propos ici. Toutefois, elle s'intéresse au conflit opposant les actionnaires et les managers de la cible et non de l'initiatrice, comme c'est le cas pour Seyhun (1990). Nous pourrions dire que cet article traite des motifs des dirigeants des cibles devant les OP.

Selon St-Pierre, les initiatrices convoiteraient surtout les firmes mal gérées. Ainsi, selon Kummer et Hoffmeister (1978), les initiatrices réduiraient les conflits d'intérêts en éliminant les dirigeants inefficaces. St-Pierre avance donc deux hypothèses concurrentes pour expliquer l'opposition des managers des cibles aux OP.

1. **L'hypothèse altruiste.** Le manager altruiste vise à enrichir «ses» actionnaires au maximum. Il va donc refuser une OP s'il ne l'estime pas assez enrichissante. S'il croit, par exemple, que l'offre sera bonifiée ultérieurement, ils refusera l'offre initiale dans le but d'en obtenir une meilleure et ce, toujours dans l'intérêt de ses actionnaires. Sa crainte, dans le cas d'une OP partielle, que la fraction des actions exclues soit dévalorisée si l'initiatrice gagne serait une autre raison de son

opposition. Si cette hypothèse s'avère vraie, il devrait y avoir un lien entre la réaction du manager et trois variables choisies par St-Pierre: la prime offerte (**Prim**), la présence d'autres offres (**Autr**) et la valeur espérée des titres non déposés (**Vale**).

2. **L'hypothèse égoïste ou de l'intérêt personnel.** Ici, le manager recherche son intérêt personnel en s'opposant à tout projet diminuant son bien-être. Il refusera une OP rendant son avenir incertain et menaçant ses acquis. Plus le manager est égoïste, plus il diminue ainsi la valeur de la firme et plus il utilise les actifs de celle-ci à mauvais escient. Les chances qu'il s'oppose à l'OP devraient croître avec son manque d'efficacité de gestion (la variable **Effi**). Par contre, si l'initiatrice veut négocier avec lui (la variable **Négo**), il devrait se montrer plus conciliant.

St-Pierre fait aussi entrer dans son modèle la rémunération des managers de la cible (**Rému**) et le pourcentage du capital déjà détenu par l'initiatrice (**Pour**). Selon elle, plus le lien entre la rémunération évoquée et la performance de la cible est fort, plus les managers se sentent solidaires des actionnaires et agissent dans l'intérêt de ceux-ci. Aussi, plus l'initiatrice détient déjà des droits de vote, moins les managers de la cible manifesteront d'opposition.

Son échantillon comporte 101 OP visant 82 cibles canadiennes pour la période 1978-87. La régression effectuée, dont la variable dépendante est la probabilité d'opposition de la cible à une OP, indique que les variables significatives sont la présence d'une autre offre (**Autr**), l'efficacité de gestion des dirigeants (**Effi**), la prime offerte (**Prim**) ainsi que l'existence de négociations préalables (**Négo**), contrairement à Walkling et Long (1984) pour qui les seules variables significatives sont le mode de rémunération des dirigeants (**Rému**) et le pourcentage de contrôle initial de l'initiatrice (**Pour**). Les managers étudiés par Walkling et Long étant "plus actionnaires" de leur firme que ceux de St-Pierre, il y a peut-être là explication à la divergence de résultats.

Tel que prévu par St-Pierre, la prime offerte diminue l'opposition des managers tandis que la variable Autr la fait augmenter, en accord avec l'hypothèse altruiste. La variable Négo, pour sa part, diminue l'opposition, en accord avec l'hypothèse de l'intérêt personnel.

Les résultats ne permettent donc pas de rejeter ni l'une ni l'autre des deux hypothèses étudiées. En effet, parmi les quatre variables significatives, deux s'accordent avec l'hypothèse altruiste tandis que les deux autres s'accordent avec l'hypothèse de l'intérêt personnel. St-Pierre conclut toutefois que les initiatrices doivent, dans leur stratégie, porter grande attention à des négociations préalables avec les managers de la cible, au montant de la prime offerte ainsi qu'aux possibilités d'offres concurrentes si elles veulent diminuer la probabilité d'opposition.

4.3 Tableau-synthèse

Le tableau 13 résume notre chapitre 4 sur les motifs derrière les initiatives de groupement. On y voit une grande disparité d'hypothèses et de résultats. Le gain synergique qui, à nos yeux, serait le motif le plus naturel, trouve un certain appui dans les faits, mais sans plus. Nous estimons, par ailleurs, que les tests sur les motifs concurrents (de source manageriale, fiscale ou autre) donnent des résultats encore moins concordants. Remarquons que si les initiatrices ont des motifs multiples aux implications contradictoires, les résultats de tests ne peuvent qu'être ambigus. Il tombe sous le sens que de meilleurs tests devraient considérer les motifs explicitement avancés par les managers des initiatrices. Et cela exige qu'on les questionne à ce sujet..., ce que ne semblent pas faire les chercheurs du domaine en général. Mais cela est une autre histoire... hors propos, vu nos fins. Passons plutôt aux réactions boursières qu'entraînent les annonces d'offres de groupement.

Tableau 13
Tableau-synthèse

Auteur(s)	Motif(s)	Résultat(s)
Berkovitch et Narayanan (1993)	(1) Gain synergique potentiel; (2) Ambitions managériales; (3) «Surconfiance».	(1) Sous-échantillon de gains totaux positifs: dominance de l'hypothèse synergique; (2) Sous-échantillon des gains totaux négatifs: dominance de l'hypothèse des ambitions managériales.
Amit et al. (1989)	(1) Solution de rechange à la faillite; (2) Cibles à liquidités élevées; (3) Autres cas.	Les tests sont effectués uniquement pour vérifier l'effet sur le rendement des différents motifs et non pour vérifier les hypothèses concernant les motifs en tant que tels.
Clark et Ofek (1994)	Restructuration des firmes en détresse.	Toutes les mesures de performance utilisées indiquent que la fusion des opérations ne mène pas à une restructuration fructueuse.
Walker (2000)	(1) Expansion géographique; (2) Élargissement de la gamme de produits; (3) Hausse des parts de marché; (4) Intégration verticale; (5) Diversification horizontale; (6) Diversification horizontale synergique.	Pourcentage d'apparition du motif dans l'échantillon : (1) 10%; (2) 18%; (3) 13%; (4) 17%; (5) 23%; (6) 19%.
Roll (1986)	Hypothèse de « surconfiance » dite «hubris».	Résultats conformes aux attentes pour les gains de la cible mais non conformes pour ceux de l'initiatrice et pour les gains totaux.
Martin et McConnell (1991)	(1) Obtention d'un gain synergique; (2) Discipliner les managers de la cible.	Les résultats sont conformes avec l'hypothèse de discipline.
Servaes (1994)	Moyen de discipline en relation avec la théorie des flux monétaires dégageables de Jensen (1986) (hypothèse de surinvestissement chez la cible)	On n'a pu rejeter la théorie de Jensen car elle ne fait pas la distinction entre les projets d'investissement externes et internes.
Franks et Mayer (1996)	Discipline des acquisitions hostiles au Royaume-Uni.	Rejet de l'hypothèse de discipline.
Ghosh et Lee (2000)	(1) Discipliner les managers de la cible (2) Gain synergique potentiel	Le motif de discipline domine.
Hayn (1989)	Obtention du statut «non-imposable».	les résultats ont démontré que l'obtention du statut «non-imposable» est une condition préalable pour certaines acquisitions.
Shih (1994)	Motif fiscal des fusions conglomerales.	Le motif des fusions conglomerales pourrait être entièrement de nature fiscale.
Seyhun (1990)	Motif de protection de la position des managers des initiatrices (hypothèse des managers en conflit d'intérêts).	Les résultats ne supportent pas l'hypothèse de conflit d'intérêts entre les actionnaires et les managers.
St-Pierre (1991)	(1) L'hypothèse altruiste; (2) L'hypothèse de l'intérêt personnel.	Les résultats ne permettent pas de rejeter ni l'une ou l'autre des deux hypothèses.

CHAPITRE 5: L'effet des groupements sur la richesse des actionnaires

Beaucoup d'études ont tenté d'estimer l'effet des groupements sur le cours des actions des cibles et initiatrices. La plupart ont estimé les rendements anormaux obtenus autour de la date d'annonce de l'offre. Le rendement anormal de l'action se définit par la différence entre son rendement observé et son rendement normal établi via un modèle simple ou raffiné, selon les besoins.

Notre première section ci-dessous est centrée sur les rendements obtenus lors de l'annonce de l'offre et la seconde sur les rendements subséquents au groupement. Notre troisième section rassemble les études sur l'effet de diverses variables sur les rendements. Par exemple, Bessière (1999) étudie l'effet du pouvoir de négociation des initiatrices sur le partage des synergies tandis que Stulz et al. (1990) vérifient si la composition de l'actionnariat influe sur la répartition du gain.

5.1 Les gains boursiers autour de l'offre

Voyons d'abord les études empiriques sur les gains boursiers que les actionnaires ont pu réaliser en période d'OP, soit dans les jours entourant l'annonce. Même si les mesures ont pu différer, les résultats vont dans le même sens: la période d'annonce des OP signifie pour les actionnaires des cibles des gains plus élevés que pour les actionnaires des initiatrices.

5.1.1 La synthèse de Jensen et Ruback (1983)

Jensen et Ruback (1983) ont synthétisé en un seul article les études effectuées avant 1983. Pour l'essentiel, ils trouvent que le gain boursier total et celui de la cible seraient positifs, tandis que celui de l'initiatrice ne serait pas significativement différent de zéro.

Jensen et Ruback distinguent les offres publiques (OP) selon qu'il s'agit de dépôt d'actions ou de fusion, soit une distinction du genre OPA-OPE que nous avons faite au chapitre 1. Pour les deux types d'OP, l'initiatrice offre aux actionnaires ciblés d'acheter leurs actions à prime. L'offre de dépôt se fait directement aux actionnaires qui en décident individuellement. L'offre de fusion se négocie entre les managers des deux parties et est approuvée (ou non) par le conseil d'administration (CA) de la ciblée. Si le CA est d'accord, alors il en reste aux actionnaires ciblés d'accepter ou de rejeter l'offre. Les auteurs considèrent également les offres indirectes sous forme de «guerres de procurations»²⁵. Notre tableau 1 reprend l'essentiel d'un tableau de Jensen et Ruback résumant la performance boursière anormale des parties à l'OP, réussie ou non²⁶.

Tableau 1
Corrections boursières (en %) entourant les offres publiques (OP)

Forme de l'OP	Cible	Initiatrice
Invitation au dépôt (succès)	30	4
Offre de fusion (succès)	20	0
Offre via «guerre de procurations» (succès)	8	Ne s'applique pas
Invitation au dépôt (échec)	-3	-1
Offre de fusion (échec)	-3	-5
Offre via «guerre de procurations» (échec)	8	Ne s'applique pas

Source: Jensen et Ruback (1983, p. 7-8)

N.B. Les corrections boursières sont pour des périodes variées pouvant s'étendre de quelques jours à un mois avant l'offre et ce jusqu'à la date de l'annonce de l'issue.

Nous constatons que la cible d'offres réussies obtient des rendements anormaux significativement positifs (et plus élevés lors d'une offre de dépôt que lors d'une fusion ou d'une «guerre de procurations») tandis que l'initiatrice n'est gagnante que dans ses offres de dépôt, son gain étant nul pour ses offres de fusion. Par contre, si l'offre est rejetée, tant la cible que l'initiatrice sont perdantes en bourse, plus ou moins significativement, et ce,

²⁵ De l'anglais «proxy fight» ou «proxy contest». «Technique utilisée par l'initiateur d'une offre publique d'achat dans le but d'obtenir le contrôle de la société visée, et qui consiste à tenter de persuader les actionnaires de cette dernière de la nécessité de remplacer la direction actuelle par une équipe dirigeante favorable à l'initiateur et de remettre à celui-ci leur procuration qui lui permettra de voter en ce sens en leur nom lors de l'élection des membres du conseil d'administration.» (Ménard, 1994, p. 590.)

²⁶ Généralement, une OP réussie signifie que l'initiatrice réussit à acquérir au moins la fraction minimale visée des actions ciblées.

pour les deux types d'offre. Toutefois, la cible d'une «guerre de procurations» conserve un gain anormal de 8%, même si la guerre échoue.

Le fait que le gain boursier de l'action ciblée soit significatif en cas de succès et non significatif en cas d'échec indique que les bénéfices d'une OP ne sont acquis que si les actifs de la cible passent à l'initiatrice. Ceci suggère que les actionnaires ciblés sont désavantagés lorsque leurs managers rejettent l'offre ou en réduisent la probabilité d'occurrence en posant des entraves (Damodaran (2001), chap. 3).

Notre tableau 2 est emprunté à Jensen et Ruback (1983, p. 11-13). Il synthétise les résultats des principales recherches d'avant 1983 sur les gains boursiers autour des OP²⁷. Elles appellent plusieurs constats et commentaires.

²⁷ La plupart du temps, la date utilisée est celle de la publication du *Wall Street Journal* dans lequel l'offre est annoncée. Par contre, il arrive souvent que l'annonce soit faite une journée avant la publication de ce journal.

Tableau 2
Rendement anormal (RA) autour des offres publiques
(taille d'échantillon et statistique t de Student entre parenthèses)

A. Offres de dépôt d'actions						
Étude	Années de l'échantillon	Période de RA	Initiatrices		Cibles	
			Réussite RA (%)	Échec RA (%)	Réussite RA (%)	Échec RA (%)
Dodd et Ruback (1977)	1958-1978	Mois 0	+2.83 (124, 2.16)	+0.58 (48, 1.19)	+20.58 (133, 25.81)	+18.96 (36, 12.41)
		Mois 0 et 1	+3.12 (124, 2.24)	-1.71 (48, -0.76)	+21.15 (133, 15.75)	+16.31 (36, 6.32)
Kummer et Hoffmeister (1978)	1956-1974	Mois 0	+5.20 (17, 1.96)	N.A.	+16.85 (50, 10.88)	+21.09 (38, 11.87)
Bradley (1980)	1962-1977	Du jour J=-20 à +20 autour du jour 0 d'annonce.	+4.36 (88, 2.67)	-2.96 (46, -1.31)	+32.18 (161, 26.68)	+47.26 (97, 30.42)
Jarrell et Bradley (1980)	1962-1977	J=-40 à +20	+6.66 (88, 3.35)	N.A.	+34.06 (147, 25.48)	N.A.
Bradley et al. (1983)	1963-1980	J=-10 à +10	N.A.	-0.27 (94, 0.24)	N.A.	+35.55 (112, 36.61)
Bradley et al. (1982)	1962-1980	J=-10 à +10	+2.35 (161, 3.02)	N.A.	+31.80 (162, 36.52)	N.A.
Ruback (1983a)	1962-1981	J=-5 à 0	N.A.	-0.38 (48, -0.63)	N.A.	N.A.
RA pondéré			+3.81 (478, N.A.)	-1.11 (236, N.A.)	+29.09 (653, N.A.)	+35.17 (283, N.A.)
B.1. Offres de fusion: effet sur quelques jours						
Étude	Années de l'échantillon	Période de RA	Initiatrices		Cibles	
			Réussite RA (%)	Échec RA (%)	Réussite RA (%)	Échec RA (%)
Dodd (1980)	1970-1977	J=-1 à 0	-1.09 (60, -2.98)	-1.24 (66, -2.63)	+13.41 (71, 23.80)	+12.73 (80, 19.08)
Asquith (1983)	1962-1976	J=-1 à 0	+0.20 (196, 0.78)	+0.50 (87, 1.92)	+6.20 (211, 23.07)	+7.00 (91, 12.83)
Eckbo (1983)	(1963-1978)	J=-1 à 1	+0.07 (102, -0.12)	+1.20 (57, 2.98)	+6.24 (57, 9.97)	+10.20 (29, 15.22)
RA pondéré			-0.05 (358, N.A.)	+0.15 (212, N.A.)	+7.72 (339, N.A.)	+9.76 (200, N.A.)

B.2. Offres de fusion: Effet sur environ un mois						
			Initiatrices		Cibles	
Étude	Années de l'échantillon	Période de RA	Réussite RA (%)	Échec RA (%)	Réussite RA (%)	Échec RA (%)
Dodd (1980)	1970-1977	J=-20 à 0	+0.80 (60, 0.67)	+3.13 (66, 2.05)	+21.78 (71, 11.93)	+22.45 (80, 10.38)
Asquith (1983)	1962-1976	J=-19 à 0	+0.20 (196, 0.25)	+1.20 (87, 1.49)	+13.30 (211, 15.65)	+11.70 (91, 6.71)
Eckbo (1983)	1963-1978	J=-20 à 10	+1.58 (102, 1.48)	+4.85 (57, 3.43)	+14.08 (57, 6.97)	+25.03 (29, 12.61)
Asquith et al. (1983)	1963-1979	J=-20 à 0	+3.48 (170, 5.30)	+0.70 (41, 0.41)	+20.50 (35, 9.54)	+10.00 (19, 3.45)
Malatesta (1983)	1969-1974	Mois 0	+0.90 (256, 1.53)	N.A.	+16.80 (83, 17.57)	N.A.
Rendement anormal moyen pondéré			+1.37 (784, N.A.)	+2.45 (251, N.A.)	+15.90 (457, N.A.)	+17.24 (219, N.A.)
B.3. Offres de fusion: effet entourant l'annonce au jour J=0 et l'issue à I=0						
			Initiatrices		Cibles	
Étude	Années de l'échantillon	Période de RA	Réussite RA (%)	Échec RA (%)	Réussite RA (%)	Échec RA (%)
Dodd (1980)	1970-1977	J=-10 à I=+10	-7.22 (60, -2.50)	-5.50 (66, -2.05)	+33.96 (71, 7.66)	+3.68 (80, 0.96)
Asquith (1983)	1962-1976	J=-1 à I=0	-0.10 (196, -0.05)	-5.90 (87, -3.15)	+15.50 (211, 6.01)	-7.50 (91, -1.54)
Wier (1983)	1962-1979	J=-10 à I=+10 où I= échec	N.A.	+3.99 (16, 0.89)	N.A.	-9.02 (17, -1.82)
Rendement anormal moyen pondéré			-1.77 (256, N.A.)	-4.82 (171, N.A.)	+20.15 (282, N.A.)	-2.88 (188, N.A.)

Source: Jensen et Ruback (1983, p. 11-13)

NB: Il se peut que les «mergers» du tableau d'origine, traduits par «fusions» ci-dessus, ne correspondent pas à la définition canadienne de fusion (V. Ménard, 1994).

Rendement anormal des cibles atteintes (Succès de l'OP)

Les études du tableau 2 révèlent clairement que là où l'OP est une réussite, les actions ciblées connaissent un gain boursier anormal significatif.

Rendement anormal des cibles manquées (Échec de l'OP)

Le segment temporel le plus pertinent pour voir l'effet des échecs d'OP va du jour de l'annonce de l'offre au jour de l'échec. Les études en partie B.3 du tableau 2 couvrent ce segment. Elles révèlent que pour les cibles (manquées), le gain au jour de l'offre s'est

plus qu'effrité ensuite pour se transformer en perte boursière moyenne (statistiquement non significative toutefois) de l'ordre de -3% .

Par ailleurs, l'étude de Bradley et al. (1983, cotée en partie A du tableau 2) est aussi révélatrice du sort des actions des cibles d'offres de dépôt rejetées. Après avoir distingué les cibles qui ont reçu une nouvelle offre des cibles abandonnées, ils trouvent que les deux catégories, le mois entourant l'annonce, gagnent 29% et 24% respectivement, donc des gains comparables. Mais dans la période subséquente de deux années, les premières gagnent 57% et les secondes perdent 4% , tous chiffres arrondis. Ces résultats suggèrent que le rendement anormal positif lié aux offres de dépôt rejetées serait dû à l'anticipation d'une nouvelle offre. En effet, la cible réalise un gain anormal additionnel si une nouvelle offre lui est destinée mais perd tout gain antérieur si une telle offre ne se présente pas.

En résumé, le succès dans les offres de dépôt et de fusion confère aux cibles un gain significatif autour de l'offre et jusqu'à son acceptation. Même l'échec des offres de dépôt n'empêche pas les cibles de bénéficier d'un gain anormal dans la période offre-échec. Par contre, ces cibles perdent tous leurs gains si elles ne sont pas ciblées à nouveau dans les deux années qui suivent. Si elles le sont, leurs gains s'élèvent encore plus. Quant aux cibles de fusions rejetées, elles perdent tout gain lorsque l'échec devient évident.

Rendement anormal des initiatrices

Les initiatrices des offres de dépôt acceptées sont en moyenne anormalement gagnantes d'environ 4% en bourse (V. partie A, tableau 2). En revanche, le tableau révèle aussi qu'elles sont d'ordinaire faiblement perdantes en moyenne en cas d'offres rejetées (dépôt ou fusion). De tels résultats soutiennent l'intuition répandue que les groupements sont des projets enrichissants.

Valeurs anormales créées (VAC, en \$) et gains boursiers anormaux (GBA, en %)

Sous l'effet des GBA rapportés par les chercheurs, l'on avance volontiers que les groupements valorisent les deux parties, mais la cible en particulier. Mais l'avancé est biaisé, voire trompeur. Par exemple, une cible à capital propre de 100M\$, qui connaît un GBA de 10%, bénéficie donc d'une VAC de 10M\$ tandis que l'initiatrice, d'ordinaire beaucoup plus grosse, disons à capital de 2000M\$, qui connaît un GBA de 1%, bénéficie d'une VAC de 20M\$, donc une valorisation deux fois plus grande. Si, par contre, l'initiatrice avait perdu 1%, sa baisse de capitalisation aurait effacé deux fois la VAC de la cible. C'est pourquoi plusieurs chercheurs ont voulu mesurer les VAC pour les deux parties au groupement en parallèle aux GBA, afin d'établir si l'opération est valorisante au total. Parmi les premiers à le faire l'on compte Malatesta (1983) et Bradley et al. (1982). Le premier a trouvé, pour 30 fusions réussies, une VAC totale significative d'environ 33M\$ par opération, dont 14M\$ allant à l'initiatrice et 19M\$ à la cible. Quant à Bradley et al., ils ont décelé une VAC totale moyenne de 17M\$ dans leur étude de 162 offres de dépôt acceptées. Pour une mise à jour sur les valeurs anormales créées dans les groupements par rapport aux gains anormaux boursiers rapportés, il faut lire Bessière (1999, p. 30 à 32) en particulier.

Au total, les groupements créeraient en moyenne de la richesse pour les actionnaires.

5.1.2 Effets des groupements réussis et non réussis: Asquith (1983)

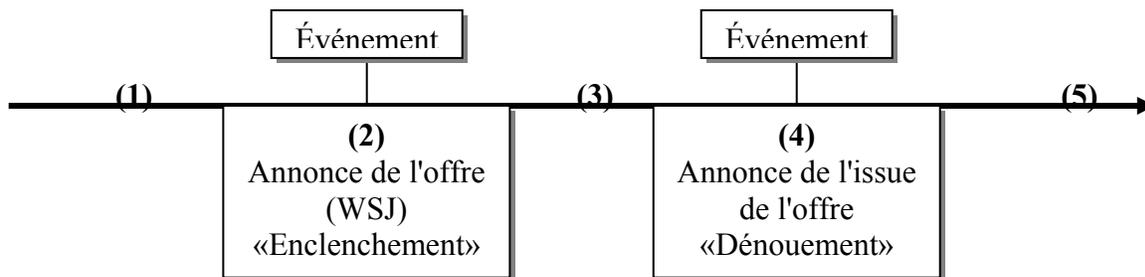
Asquith étudie le processus de groupement en entier allant de 480 jours avant à 240 jours après l'offre, soit bien des jours après qu'on connaisse l'issue de l'offre. Les offres de groupement réussies et non réussies²⁸ qu'il étudie visent des cibles inscrites au NYSE.

²⁸ Ici, offre réussie signifie la disparition de la cible en tant qu'entité distincte. Offre non réussie signifie abandonnée et sans qu'une autre offre n'arrive dans l'année qui suit.

Asquith a été le premier à observer que le marché anticipe la réussite ou l'insuccès de l'offre bien avant que l'issue du processus soit annoncée. Le marché prédit même qui sera ciblé bien avant l'annonce d'offre et ferait fluctuer le cours des actions ciblées durant le délai de dépôt en fonction de la probabilité que le dépôt minimal soit respecté pour que l'offre soit effective. Asquith conclut même, peut-être sous l'influence trompeuse déjà évoquée des gains boursiers élevés (en %) des cibles, que l'effet synergique vient surtout de la cible, d'où des gains plus forts pour celle-ci.

Les offres réussies échantillonnées par Asquith ont été repérées via les radiations boursières d'entre 1962 et 1976 au NYSE, tandis que les échecs viennent de mentions du *Wall Street Journal (WSJ)* durant les périodes 1962-63, 1967-68 et 1974-75.

Asquith a étudié l'évolution boursière autour des offres comme suit: **(1)** avant que l'offre soit déposée, **(2)** à l'annonce de l'offre (dans le WSJ), **(3)** dans l'intérim avant l'issue de l'offre, **(4)** au jour d'annonce de l'issue ou du dénouement et **(5)** après le dénouement. En schéma, ça donne le déroulement «biévénementiel» suivant:



Les résultats d'Asquith sont résumés au tableau 3.

(1) Période avant l'annonce de l'offre (de $J = -480$ à $J = -20$)

Les rendements anormaux cumulatifs (RAC) des cibles sont négatifs et significativement différents de zéro pour les cibles d'offres atteintes (succès) et manquées (échec), la différence entre les deux n'étant pas significative. Les RAC sont positifs pour

les initiatrices mais plus élevés et significatifs seulement lors des offres réussies, la différence étant significative.

Tableau 3

Rendements anormaux cumulatifs (RAC) en Bourse de New York réalisés en moyenne par les initiatrices d'offres publiques et leurs cibles dans la période 1962-76.

Jours boursiers relatifs à J=0 ou I=0	Cibles		Initiatrices	
	Succès (211) RAC (%)	Échec (91) RAC (%)	Succès (196) RAC (%)	Échec (87) RAC (%)
-480 à -360	-4,8	-4,7	+5,4	+1,9
-240	-8,2	-4,7	+10,1	+6,3
-120	-13,4	-8,0	+13,1	+1,9
-60	-14,8	-7,3	+13,1	+3,9
-20	-14,1	-10,5	+14,3	+2,2
-10	-11,7	-10,5	+13,3	+2,2
Offre annoncée à J=0	-0,8	+1,2	+14,5	+3,4
Variable jusqu'à fin d'intérim	+7,2	-6,9	+14,0	-2,8
Issue connue à I=0	+8,5	-13,3	+14,2	-3,0
+5	Cible disparue	-13,3	+13,9	-4,3
+10		-13,9	+14,1	-4,6
+20		-13,8	+13,7	-5,0
+60		-13,2	+13,5	-7,5
+120		-18,0	+12,3	-10,7
+240		-22,0	+7,0	-12,6

Source (remaniée): Asquith (1983, p. 59)

NB: La fenêtre de calcul des rendements englobe: les deux années (\cong 480 jours boursiers) avant l'annonce de l'offre à la date J=0; l'intérim, variable en jours selon le cas, entre J=0 et la date l'issue de l'offre à I=0; l'année qui suit (\cong 240 jours boursiers). En résumé symbolique, elle englobe les jours J=-480, -479, ..., -1, 0, + jours d'intérim, I=0, 1, ..., 120.

(2) Annonce de l'offre dans le WSJ (de J=-1 à J=0)

Les RAC de cette période sont présentés au tableau 4. Les rendements anormaux (RA) plus élevés au jour J=-1 qu'au jour même de l'annonce sont dus à la technique utilisée. Les offres étant faites au jour J=-1 mais publiées uniquement à J=0, le marché y réagit avant la publication si la bourse est ouverte à J=-1. Pour cette raison, l'auteur mesure l'effet d'annonce sur 2 jours (de J=-1 à J=0).

Tableau 4

RAC en Bourse de New York réalisés en moyenne par les initiatrices d'offres publiques et leurs cibles dans la période 1962-76.

Jours boursiers relatifs à J=0	Cibles		Initiatrices	
	Succès (211) RAC (%)	Échec (91) RAC (%)	Succès (196) RAC (%)	Échec (87) RAC (%)
-15 à -2	+6,4	+4,8	+1,2	1,2
-1 (non cumulatif; RA)	+3,5	+5,0	+0,7	+0,5
0= Annonce de l'offre (non cumulatif; RA)	+2,7	+2,0	-0,5	+0,0
+1 à +15	+2,6	-3,2	+0,3	-3,1

Source (remaniée): Asquith (1983, p. 61)

Les RA des cibles sur deux jours sont élevés et significatifs; 6,2% pour les succès et 7% pour les échecs. 84% des cibles atteintes et 89% des cibles manquées ont des RA positifs, 40% des premières et 42% des secondes ayant obtenu un RA de plus de 10%. Il n'y aurait aucune distinction à l'annonce entre une future réussite et un futur échec, les RA étant non significativement différents.

Il n'y a que très peu ou pas de réaction du marché à l'annonce de l'offre pour les initiatrices. Les RA sur deux jours sont de seulement +0,2% pour les succès et de +0,5% pour les échecs, tous deux non significatifs. 58% des initiatrices d'offres réussies et 49% d'offres non réussies ont des RA positifs.

(3) Période intérimaire (de J= +1 à I= -2)

Les variations boursières pendant cette période montrent la réaction du marché à une offre en progression et sur sa capacité de répondre de façon efficiente aux changements de probabilité de succès. Si l'issue est connue à son annonce, un marché efficient devrait refléter immédiatement cette information dans le prix des actions. Si l'issue est incertaine, le RA à l'annonce reflète uniquement l'évaluation de la probabilité de réussite, les RA subséquents variant selon les nouvelles informations.

Pour les cibles atteintes, le RAC est positif et significatif à 7,2%, soit un RA de 8% pour cette période intérimaire (voir le tableau 3). Pour les cibles manquées, le RAC

est significatif à $-6,9\%$ pour un RA de $8,1\%$ pour la période. 70% des cibles atteintes ont des RAC positifs contre seulement 25% pour les cibles manquées.

Le RAC des initiatrices d'offres réussies augmente non significativement de $0,5\%$ et chute significativement de $6,2\%$ pour les échecs. Ainsi, le RA de l'initiatrice est largement négatif lorsque l'offre se dirige vers un échec.

(4) À l'annonce de l'issue (de $I = -1$ à $I = 0$)

Pour les OP fructueuses, il s'agit du jour d'acceptation. Pour les échecs, c'est le jour d'annonce du refus de la dernière offre, lorsqu'il n'y en a aucune autre en suspens et aucune autre durant la prochaine année. Le tableau 5 renseigne sur la période de 30 jours entourant le jour de l'issue.

Tableau 5

RAC en Bourse de New York réalisés en moyenne par les initiatrices d'offres publiques et leurs cibles dans la période 1962-76.

Jours boursiers relatifs à $I=0$	Cibles		Initiatrices	
	Succès (211) RAC (%)	Échec (91) RAC (%)	Succès (196) RAC (%)	Échec (87) RAC (%)
-15 à -2	+2,1	+0,6	-0,8	-2,3
-1 (non cumulatif; RA)	+0,4	-3,0	+0,0	-0,2
0= Annonce de l'issue (non cumulatif; RA)	+0,9	-3,4	+0,2	-0,0
+1 à +15	Cible disparue	-0,4	0,5	-1,7

Source (remaniée): Asquith (1983, p. 69)

Le RAC des cibles sur les deux jours (de $I = -1$ à $I = 0$) est significatif à $1,3\%$ pour les offres réussies et significatif à $-6,4\%$ pour les échecs, d'où l'apport de nouvelles informations lors de cette période. 64% des cibles atteintes ont obtenu des RA positifs tandis que 78% des cibles manquées ont eu des RA négatifs et 29% de celles-ci ont eu des RA de moins de -20% . L'échec d'une offre diminuerait donc anormalement les gains des cibles.

Les RA des initiatrices d'offres réussies n'obtiennent en moyenne qu'un insignifiant RA de 0,2% (49% positifs). Pour les initiatrices infructueuses, il y a une légère baisse, soit un RA non significatif de -0,2% (54% négatifs). Aucune nouvelle information ne semble avoir été dévoilée ici. Pourtant, les RA des cibles semblent prouver le contraire!

(5) Après l'annonce de l'issue (de $I= +1$ à $I= +240$)

L'initiatrice fructueuse avale sa cible; celle-ci disparaît. S'il n'y a plus d'incertitude après l'issue et si le marché évalue en moyenne correctement l'effet de la combinaison des firmes, il ne devrait plus avoir de mouvement systématique dans les RA des firmes combinées. Pourtant, le tableau 3 indique une baisse des RAC, donc des RA négatifs, pour les firmes combinées.

Le RAC des cibles manquées baisse doucement et non significativement pour les premiers 80 jours, plus rapidement pour les 160 jours suivants et significativement de $J=+100$ à $J=+240$ (voir tableau 3), dû au critère d'échantillonnage. Les cibles d'offres manquées n'ayant obtenu aucune autre offre pendant l'année suivant l'issue, les premiers 80 jours reflèteraient l'incertitude du marché face à la possibilité qu'il y ait une offre subséquente. Ensuite, le marché s'y résigne, les RAC diminuant plus rapidement.

Les RAC des initiatrices infructueuses sont constamment et significativement négatifs. Ceci peut être la continuité des RAC négatifs de la période intérimaire ou encore être dû à des événements subséquents. En effet, 37% des initiatrices d'offres non réussies renouvellent leur expérience moins d'un an après leur échec. Donc, si ces nouvelles offres s'avèrent infructueuses, leurs RA négatifs de la période intérimaire s'ajoutent à ceux de la présente période.

Au total, pour cette période, les RA de toutes les firmes sont négatifs. Bien que l'auteur avance quelques hypothèses quant aux raisons de ce phénomène, ceci demeure

encore un mystère. On peut toutefois croire que les OP ne seraient pas aussi bénéfiques que les managers s'obstinent à croire...

Le tableau 6 suivant résume des résultats de Asquith. La réaction du marché à une offre ne se limiterait donc pas au moment de son annonce, les résultats démontrant que cette annonce ne contiendrait qu'une information limitée.

Tableau 6

RA en Bourse de New York réalisés en moyenne par les initiatrices d'offres publiques et leurs cibles dans la période 1962-76.

	Avant l'offre	À l'annonce de l'offre	Période intérimaire	À l'annonce de l'issue	Après l'annonce de l'issue
211 cibles d'offres réussies	-14.1*	+6.2*	+8.0*	+1.3*	N.D.
91 cibles d'offres non réussies	-10.5*	+7.0*	-8.1*	-6.4*	-8.7*
196 initiatrices d'offres réussies	+14.3*	+0.2	-0.5	+0.2	-7.2*
89 initiatrices d'offres non réussies	+2.2	+0.5	-6.2*	-0.2	-9.6*

* Significativement différent de zéro au niveau de 1%.

Source: Asquith (1983, p.81)

Les résultats d'Asquith concordent avec l'hypothèse que les cibles possèdent des ressources créatrices de synergie lorsque combinées avec celles des initiatrices. En effet, les gains haussent avec la probabilité de fusion des entités et se dirigent surtout vers la cible, l'initiatrice n'en obtenant que de très faibles. Une source possible de ces gains serait d'ailleurs l'incompétence des managers de la cible qui sous-utiliseraient les ressources de la firme.

5.1.3 Gains synergiques des groupements: Bradley et al. (1988)

Bradley et al. ont établi l'ampleur des gains synergiques, ou valeurs anormales créées (VAC), résultant de 236 groupements de la période 1963-84 chez des cibles et initiatrices américaines (NYSE, AMEX).

Les paires initiatrice-cible échantillonnées obéissent aux critères suivants: (1) l'initiatrice a réussi à acheter au moins quelques actions de la cible; (2) le groupement a eu lieu après 1963; et (3) les actions des deux parties se négocient sur le NYSE ou l'AMEX. En cas d'offre unique, la période de mesure va de 5 jours avant à 5 jours après l'annonce d'offre. En cas d'offres subséquentes, elle va de 5 jours avant l'offre initiale à 5 jours après l'offre gagnante. Le tableau 7 parle de lui-même quant à l'évolution de l'emprise des initiatrices chez les cibles éventuellement acquises. En moyenne, elles visent 66% des actions de la cible et réussissent à en acheter 60%, malgré que les 2/3 d'entre elles ne possédaient aucune action au départ.

Tableau 7
Évolution de l'emprise des initiatrices sur 236 cibles d'offres acceptées
Échantillon: 1963-84, NYSE, AMEX

	% des actions de la cible		
	Préalablement détenues	Visées	Achetées
Moyenne	9,8	66,2	60,4
Écart-type	18,2	32,2	30,2
Médiane	0	67,2	62,8
Minimum	0	5,4	2,0
Maximum	78,0	100,0	100,0

NB: 155 (ou les 2/3) des initiatrices possédaient 0 action de la cible au départ, d'où cette médiane de 0.

Source: Bradley et al. (1988, p. 6)

La valeur anormale créée (VAC) au total par le groupement (VAC_g) et sa répartition cible:initiatrice (VAC_c:VAC_i) sont établies comme suit:

$$VAC_g = VAC_c + VAC_i$$

où

$$VAC_c = \left(\begin{array}{l} \text{Capitalisation de la cible} \\ \text{en fin de jour } - 6, \text{ nette} \\ \text{de la part déjà détenue} \\ \text{par l'initiatrice} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{Son gain boursier} \\ \text{anormal, GBA en \%}, \\ \text{durant les jours} \\ - 5, - 4, \dots, 0, 1, \dots, n \end{array} \right) = C_c \times G_c \quad (1)$$

$$VAC_i = \left(\begin{array}{l} \text{Capitalisation de} \\ \text{l'initiatrice en fin} \\ \text{de jour - 6} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{Son GBA en \%} \\ \text{entre - 5 et n} \end{array} \right) = C_i \times G_i \quad (2)$$

de sorte qu'en combinant (1) et (2) comme suit:

$$C_c G_c + C_i \times G_i = (C_c + C_i) \times G_g = C_g \times G_g$$

on a:

$$\left(\begin{array}{l} \text{Valeur anormale} \\ \text{créée par le} \\ \text{groupement} \end{array} \right) = \left(\begin{array}{l} \text{Capitalisations} \\ \text{combinées} \\ \text{cible : initiatrice} \\ \text{au jour - 6} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{Gain boursier} \\ \text{anormal combiné,} \\ \text{en \% entre - 5 et + n} \end{array} \right) \quad (3)$$

$$VAC_g = C_g \times G_g \quad \text{où} \quad G_g = \frac{VAC_g}{C_g}$$

Les capitalisations (C) sont dérivées aisément des cours boursiers au jour -6. Pour mesurer les gains anormaux (G), il faut établir les rendements anormaux journaliers pour la cible et l'initiatrice sur la période de mesure allant du jour -5 à +n, ce que Bradley et al. ont fait via la procédure classique des résidus ($= r_t - \hat{a} - \hat{b} m_t$, où r et m sont les rendements du titre et du marché au jour t et \hat{a} et \hat{b} sont les paramètres estimatifs de la régression usuelle). Pour presque tous les cas étudiés (221 à offre unique gagnante sur 236), la période de mesure des G dure 11 jours boursiers (de -5 à +5=n) et, dans les 15 cas à offre subséquente gagnante, elle dure en moyenne 43 jours (de -5 à +37=n).

Notre tableau 8 reprend à notre façon le tableau de Bradley et al. qui montre la répartition des valeurs anormales créées dans les 236 groupements étudiés. On y voit que, dans la période 1963-84, ils créent une valeur boursière anormale moyenne par groupement de 117M\$, du moins dans les deux semaines (+/- 5 jours boursiers) centrés sur l'annonce d'offre, le gain boursier pondéré étant d'environ 7,5% et l'opération étant synergique ($VAC > 0$) dans 75% des cas. Toutefois, ce sont surtout les cibles qui en bénéficient, avec un gain anormal en bourse d'environ 32% en moyenne (contre 1% pour l'initiatrice) et une VAC positive dans 95% des cas (contre 47%), cette VAC se chiffrant

à 107M\$ en moyenne (contre 17M\$ pour l'initiatrice). L'on notera que le phénomène a été stable entre 1963 et 1980 mais que les années 80 ont été encore plus enrichissantes, et par groupement, et pour les cibles. L'explication viendrait d'une législation antérieure plus exigeante pour les initiatrices²⁹ suivie de conditions encore plus favorables à l'extraction des rentes par les cibles: (1) le laissez-faire de l'administration Reagan; (2) l'émergence de tactiques faisant monter la mise; et (3) l'avènement de firmes spécialistes-conseil en financement d'acquisitions.

Tableau 8

La valeur anormale créée en bourse autour du groupement, VAC_g , avec cible recevant VAC_c et initiatrice VAC_i

	Sous-périodes			Période
	07-63 / 06-68	07-68 / 12-80	01-81 / 12-84	7-63 / 12-84
N groupements	51	133	52	236
Pour le groupement en moyenne				
G_g en %	7,78*	7,08*	8,00*	7,43*
VAC_g en M\$	91,08	87,45	218,51	117,11
Cas à $VAC > 0$	78%	74%	73%	75%
Pour la cible en moyenne				
G_c en %	18,92*	35,29*	35,34*	31,77*
VAC_c en M\$	70,71	71,59	233,53	107,08
Cas à $VAC > 0$	94%	98%	90%	95%
Pour l'initiatrice en moyenne				
G_i en %	4,09*	1,30	-2,93*	0,97*
VAC_i en M\$	24,96	31,80	-27,28	17,30
Cas à $VAC > 0$	59%	48%	35%	47%

* Significativement différent de zéro au niveau de 0,01

Source (remaniée): Bradley et al. (1988, p. 11)

NB: Le pourcentage de gain boursier anormal (pour le groupement: G_g ; la cible: G_c ; l'initiatrice: G_i) est établi, à quelques exceptions près, pour les 11 jours boursiers centrés sur l'annonce de l'offre.

²⁹ La Williams Act de 1968 est un ajout à la Securities Exchange Act de 1934. Elle exige que l'initiatrice détaille son mode de financement de l'OP et les remaniements qu'elle prévoit pour la cible. Cette loi spécifie une durée minimale de l'offre et un délai minimal avant de pouvoir acheter les actions ciblées. Les actionnaires ciblés ayant déposé leurs actions à l'initiatrice ont le droit de les reprendre s'il y a surenchère avant l'expiration du délai minimal. De plus, si une offre en suspens est renchérie, tous les actionnaires ciblés ont droit au nouveau prix, même ceux qui ont déposé leurs actions au prix plus faible. Ces dispositions font en sorte que les OP ressemblent à des ventes aux enchères, permettant aux cibles d'obtenir les meilleurs prix.

Vu ce qui précède, les conclusions de Bradley et al. sont: (1) les offres gagnantes génèrent des gains positifs et améliorent l'allocation des ressources; (2) les cibles et initiatrices profitent des groupements, mais surtout les cibles; et, (3) une compétition accrue a fait en sorte que les rentes des cibles ont augmenté et celles des initiatrices diminué.

5.1.4 Effets des groupements sur la richesse des initiatrices: Loderer et Martin (1990)

Bien des études ont indiqué que le initiatrices profitent peu des groupements. Pourtant, elles persistent dans leurs tentatives. Loderer et Martin estiment qu'il y a là mystère à élucider. Pour ce faire, ils étudient 5172 groupements des années 1966-84 qu'ils classent en offres de fusions (N=1135), de dépôts d'actions (N=274), d'acquisitions d'actifs (N=467) et de nature autre (N=3296), ces derniers visant l'acquisition de sociétés privées ou d'autres acquisitions non étiquetées comme telles. Quelque 60% des 1538 initiatrices en cause sont impliquées dans au moins deux acquisitions, 25% dans au moins cinq et 5% dans au moins dix. Il y a seulement 309 groupements où les initiatrices possèdent déjà un intérêt dans la cible. Les gains boursiers anormaux sont calculés classiquement, comme chez Bradley et al. (1988, ci-dessus), sauf pour 6 jours au lieu de 11 (de -5 à 0, jour de l'offre). Le tableau 9 résume leurs trouvailles.

La partie A du tableau 9 indique bien, comme chez Bradley et al. (1988), que les initiatrices ne gagnent pas plus de 1%, soit 0,69% en moyenne, en période d'offre. Par contre, le fait que l'initiatrice obtienne un gain positif seulement 52 fois sur 100 reflète l'effet d'une anticipation partielle de l'initiative par le marché, ou bien, que la transaction n'importe pas assez pour influencer sur la valeur boursière des initiatrices (ce qui rejoint l'hypothèse des effets camouflés de Jarrell et Poulsen, section 5.3.3). Nous voyons aussi aux parties B et C du tableau 9 qu'il y a de grands gagnants, mais aussi de grands perdants.

Tableau 9
L'effet boursier anormal pour les initiatrices (1966-84)

A. Effet dans les 5172 groupements		
Effet moyen		0,69%*
Écart type		6,03%
% à effet positif		51,6*
B. Répartition de l'effet chez les initiatrices		
(MIN, -3σ)	11	0,2%
(-3σ , -2σ)	71	1,4
(-2σ , -1σ)	492	9,5
(-1σ , Moyenne)	2256	43,6
(Moyenne, $+1\sigma$)	1775	34,3
($+1\sigma$, $+2\sigma$)	393	7,6
($+2\sigma$, $+3\sigma$)	104	2,0
($+3\sigma$, MAX)	70	1,4
C. Les groupements aux effets extrêmes		
Initiatrices	Cibles	Effet d'annonce
POSITIFS		
1. Lynch Corp.	M-Tron Industries, Inc.	73%
2. Rapid American Corp. Del.	Glen Alden Corp.	43
3. Poloron Products Inc.	Garden Pro Inc & Allied Inds. Inc	41
4. Firstmark Corp.	Sattler's Inc.	41
5. United Brands Co.	NRM	39
NÉGATIFS		
1. Golden Cycle Corp.	Baden Bros. Inc.	-39
2. Florida Rock Inds. Inc.	Dixie Wine & Store Co.	-30
3. ACME Precision Prods.	Viking Broach Co.	-24
4. High Voltage Engr. Co.	Roanwell Corp.	-23
5. Saxon Inds. Inc.	Standard Packaging	-22

* Significativement différent de zéro

Source: Loderer et Martin (1990, p. 22)

Comme chez Bradley et al. (1988), Loderer et al. ont voulu voir l'évolution des gains des initiatrices au fil des décennies, où la loi devient plus exigeante envers elles (ex.: la Williams Act de 1968) et les conditions favorisent toujours plus les cibles. Pour l'essentiel, comme le tableau 10 en témoigne: (1) la bourse récompense de moins en moins les initiatrices en période d'offre (2% avant 1970 et 0% après 1980); (2) les initiatrices s'en tirent mieux lors d'offres de fusion (voir partie B du tableau); (3) la récompense pour l'initiatrice s'élève, comme l'intuition le veut, lorsque l'offre est

importante par rapport à sa capitalisation (voir partie C); toutefois, ce constat n'implique pas que l'initiatrice devrait convoiter de grosses cibles (et de grenouille vouloir passer à bœuf!) car la partie D du tableau indique que les cas de grosses valeurs offertes ont signifié une destruction de valeur boursière significative pour l'initiatrice (de -1,45% en moyenne). (Avis à l'initiatrice: absorbe mais en fonction de la taille!).

Tableau 10

Les effets boursiers relativisés pour l'initiatrice selon Loderer et Martin (1990)

A. Effet d'annonce dans le temps				
	01/1966-06/1968	07/1968-12/1980	01/1981-12/1984	
Moyenne	1,72%*	0,57%*	-0,07%*	
Taille de l'échantillon (N)	970	3401	801	
B. Effet d'annonce par type d'offre				
	Effet moyen	% positifs	N	
Fusions	0,99%*	53,9*	1135	
Dépôts d'actions	0,52%	48,9	274	
Acquisitions d'actifs	0,13%	50,0	467	
Autres	0,67%*	51,3	3296	
C. Effet d'annonce selon le ratio valeur offerte/capitalisation de l'initiatrice				
Ratio	Effet moyen	% positifs	N	Ratio moyen
0,01%-1,0%	0,17%	49,7	322	0,56%
1,0%-9,9%	0,07%	49,3	1532	4,3%
9,9%-29,9%	0,47%*	51,7	816	17,5%
29,9%-89,9%	1,62%*	54,9	397	50,2%
Plus de 89,9%	5,12%*	61,9*	139	177,9%
D. Effet d'annonce selon la valeur offerte (en millions \$ de 1984)				
Valeur offerte	Effet moyen	% positifs	N	Valeur offerte moyenne
3\$-39,9\$	0,77%*	52,4*	1996	16,0\$
39,9\$-149,9\$	0,83%*	51,6	804	76,2\$
149,9\$-499,9\$	0,14%	46,3	365	266,6\$
Plus de 499,9\$	-1,45%*	44,1	118	1377,7\$

* Significativement différent de zéro

Source: Loderer et Martin (1990, p. 24)

Morale à part, il se peut que l'initiatrice paie trop cher pour une grosse cible, parce que ses managers priseraient indûment la publicité entourant l'opération, ou encore, les défis ou bénéfices personnels qu'elle promet. N'aurait-on pas ici des managers qui

manifestent la surconfiance, dite hubris, évoquée par Roll (1986)? La question est à explorer.

Par ailleurs, Loderer et Martin ont voulu estimer par régression comment le gain de l'initiatrice (G) se liait simultanément aux valeurs respectives des cible (C), initiatrice (I) et offre (O). Dans leur équation, $G = a_0 + a_1 C + a_2 I + a_3 O + \text{erreur}$, les C, I et O sont binaires où 1 signifie dépassement d'un certain niveau et 0 l'infériorité. Leurs résultats, donnés au tableau 11, indiquent que les variables explicatives diffèrent significativement de zéro. On y voit, tel qu'attendu, que la taille relative de la cible a un effet positif tandis que celles de l'offre et de l'initiatrice influent négativement. Le marché pénalise donc les initiatrices à grande capitalisation qui auraient tendance à surpayer les cibles. Toutefois, le faible R^2 indique que bien des facteurs explicatifs manquent. Bref, les initiatrices sont plus gagnantes lorsque simultanément la taille de la cible est relativement plus élevée et la valeur de l'offre plus faible. Ceci n'étonne pas. Le bon sens veut qu'en offrant relativement moins pour acheter plus gros on obtienne des économies d'échelle et un meilleur gain.

Tableau 11
Régression par Loderer et Martin (1990) liant le gain anormal de l'initiatrice (G en %) aux valeurs clés de l'offre^a

	Estimations
Origine	$\hat{a}_0 = 0,6\%^*$
C: Valeur cible / Valeur initiatrice	$\hat{a}_1 = 2,6\%^*$
I: Valeur de l'initiatrice (capitalisation)	$\hat{a}_2 = -0,6\%^*$
O: Valeur de l'offre	$\hat{a}_3 = -1,7\%^*$
R^2 ajusté	0,034
Statistique F	37,880
Nombre de groupements	3190

* Significativement différent de zéro

^a $G = a_0 + a_1 C + a_2 I + a_3 O + \text{erreur}$ où C, I, et O sont binaires (0,1)

Source: Loderer et Martin (1990, p. 26)

Loderer et Martin (1990) ont aussi voulu, comme Bradley et al. (1988), traduire les pourcentages de gains boursiers des initiatrices en valeurs anormales créées (VAC). Au tableau 12, on voit que la répartition des VAC est asymétrique, d'où l'accent mis sur

l'effet médian pour tirer leurs conclusions, à savoir: (1) Selon la partie A, la VAC médiane indique un surcroît de valeur créée de 0,31M\$, l'effet moyen se situe à -2,65M\$ et la détention du portefeuille complet des initiatrices signifie une VAC négative d'environ 13 milliards (MM\$). (2) Selon la partie B, la création de valeur mesurée par l'effet médian, ainsi que le pourcentage de positif, haussent avec la valeur relative de l'acquisition. Toutefois, l'effet moyen est négatif, peu importe cette valeur. (3) Selon la partie C, les acquisitions destructrices de valeur boursière sont initiées par les grosses firmes. En effet, la VAC et la proportion des opérations à VAC positive diminuent avec la taille des firmes.

Tableau 12

Les valeurs anormales créées (VAC) en bourse pour les initiatrices en période d'offre^a selon Loderer et Martin (1990)

A. Les VAC au total				
Médiane	0,31\$ ^b			
Moyenne	-2,65\$ ^b			
% positifs	51,6%			
Nombre de groupements	5028			
Sommation des effets	-13324\$			
B. Les VAC selon le ratio valeur offerte / capitalisation de l'initiatrice				
Ratio	Effet médian	Effet moyen	% positifs	N
0,01%-1,0%	-1,11\$	-11,61\$	49,7	322
1,0%-9,9%	-0,28\$	-3,20\$	49,3	1532
9,9%-29,9%	0,39\$	-2,17\$	51,7	816
29,9%-89,9%	0,54\$*	-4,53\$	54,9	397
Plus de 89,9%	0,83\$*	-14,4\$	61,9*	139
C. Les VAC selon la capitalisation de l'initiatrice				
Capitalisation	Effet médian	Effet moyen	% positifs	N
Moins de 158\$	0,43\$	1,24\$	57,3	1257
158\$-435\$	0,66\$	1,13\$	52,4	1257
435\$-1161\$	0,83\$	1,24\$	50,8	1257
Plus de 1161\$	-6,21\$	-14,22\$	46,1	1257

* Significativement différent de zéro.

^a La période couvre 6 jours boursiers, du jour -5 au jour 0 d'annonce d'offre. L'étude s'étend de 1966 à 1984.

^b En millions \$ constants de 1984

Source: Loderer et Martin (1990, p. 27)

Loderer et Martin ont repris en termes de VAC plutôt que de gains boursiers (G) la régression du tableau 11 précédent. Leurs résultats, affichés au tableau 13, indiquent qu'à part l'origine, seule la capitalisation de l'initiatrice s'avère significative. Ceci implique, encore une fois, que plus l'initiatrice est de grande taille, moins elle est apte à créer de la valeur par le biais d'une acquisition car elle paie trop. Le fait que les autres variables ne soient pas significatives, comparativement à la régression précédente, pourrait être dû à une variabilité accrue de la variable dépendante lorsqu'elle est exprimée en terme monétaire.

Tableau 13
Régression par Loderer et Martin (1990) liant la valeur anormale créée (VAC) pour l'initiatrice aux valeurs clés de l'offre^a

	Estimations
Origine	$\hat{a}_0 = 2,972^*$
C: Valeur cible / Valeur initiatrice	$\hat{a}_1 = -3,482$
I: Valeur de l'initiatrice (capitalisation)	$\hat{a}_2 = -17,726^*$
O: Valeur de l'offre	$\hat{a}_3 = -13,344$
R ² ajusté	0,013
Statistique F	15,130
Nombre de groupements	3190

* Significativement différent de zéro.

^a $VAC = a_0 + a_1 C + a_2 I + a_3 O + \text{erreur}$ où C, I, et O sont binaires (0,1)

Source: Loderer et Martin (1990, p. 26)

En conclusion, les résultats de Loderer et Martin démontrent que la majorité des acquisitions seraient bénéfiques pour les initiatrices. L'effet d'annonce aurait toutefois tendance à diminuer dans le temps, en lien avec la réglementation et le niveau de compétition qui en résulte. Par contre, ce ne sont pas toutes les acquisitions qui seraient bénéfiques. Les grandes firmes, par exemple, seraient portées à payer des prix excessifs pour les cibles. De plus, les offres de valeurs élevées seraient exagérées et diminueraient également la création de valeur pour leurs initiatrices. Ces effets seraient suffisamment importants, dans l'ensemble, pour faire paraître les acquisitions comme étant des transactions destructrices de valeur pour les firmes les initiant.

5.1.5 Effets des OP au Royaume-Uni sur la richesse des actionnaires: Franks et Harris (1989)

Franks et Harris ont eu l'originalité d'étudier les groupements au Royaume-Uni à partir d'un échantillon de 1800 opérations de la période 1955-85 où 1058 initiatrices visent 1814 cibles.

Au Royaume-Uni, les groupements résultent surtout (à 91% dans l'échantillon) d'offres directes aux actionnaires, le dépôt d'au moins 90% des actions ciblées étant exigé pour une offre gagnante. On procède aussi via réunion des actionnaires supervisée par un tribunal. L'offre gagnante nécessite alors un vote en sa faveur de plus de 75% des actionnaires.

Nous référons le lecteur à l'article de Franks et Harris pour les autres particularités «britanniques» du phénomène. Qu'il nous suffise d'ajouter que, selon eux, les groupements au Royaume-Uni créent de la valeur pour les actionnaires en cause, ceux des cibles en profitant davantage. Il y a donc parenté avec les résultats américains.

5.1.6 Les gains des initiatrices canadiennes ou américaines visant des cibles canadiennes: Eckbo et Thorburn (2000)

Eckbo et Thorburn ont pu soutenir que les initiatrices canadiennes sont plus gagnantes que leurs homologues américaines lors d'offres à des cibles canadiennes. Leurs calculs à base de 1846 groupements de la période 1964-83 sont classiques, les gains boursiers (ou rendements anormaux cumulatifs) étant établis via le modèle de marché. Le tableau 15 donne les résultats. Nous y voyons clairement que les cibles canadiennes bénéficient de RA positifs élevés et que les initiatrices canadiennes performant significativement mieux que les initiatrices américaines. Comme explication (par élimination), les auteurs ont d'abord pu rejeter l'hypothèse que le tamisage institutionnalisé des investissements directs étrangers au Canada (depuis la loi de 1973) aurait atténué les gains des initiatrices américaines visant des cibles canadiennes. Ils ont

pu aussi rejeter l'hypothèse que les initiatrices canadiennes, plus que les américaines, ont des activités plus apparentées à celles des cibles et donc, synergiquement plus compatibles (ce n'est pas le cas, elles pratiquent surtout le groupement congloméral). En revanche, Eckbo et Thorburn ont montré que le marché réagit positivement aux offres canadiennes avec paiement en actions alors que pareilles offres américaines provoquent des réactions plutôt négatives. De plus, les initiatrices canadiennes seraient de tailles semblables à celles des cibles, contrairement à des américaines huit fois plus grosses. La piètre performance des américaines résulterait donc d'un effet de grande taille qui diluerait la performance. Finalement, les auteurs ont pensé que le marché serait plus anticipatif des résultats des initiatrices américaines parce que celles-ci seraient plus actives sur le marché des groupements. Mais l'hypothèse n'a pas tenu, la fréquence d'acquisition étant semblable pour les deux types d'initiatrices.

Tableau 14

Rendements boursiers anormaux (RA) cumulatifs (RAC) autour d'offres à des cibles canadiennes (1964-83)

Mois	Initiatrices canadiennes ^a N=1261		Initiatrices américaines ^b N=390		Cibles canadiennes ^a N=332	
	RA (%)	RAC (%)	RA (%)	RAC (%)	RA (%)	RAC (%)
-12 à -6	-	-0,07	-	1,20	-	0,49
-5	0,63	0,55	-0,22	0,98	-0,22	0,27
-4	0,66	1,21	-0,71	0,26	1,03	1,29
-3	0,28	1,49	-0,13	0,38	0,14	2,77
-2	0,43	1,93	0,39	0,52	1,18	3,95
-1	0,44	2,37	-0,11	0,41	3,86	7,81
0: Offre annoncée	1,27	3,64	-0,19	0,22	3,59	11,40
1	-0,18	3,45	-0,40	-0,17	-0,88	10,51
2	0,12	3,57	0,17	-0,00	0,24	10,75
3	0,26	3,82	-0,49	-0,49	2,70	13,45
4	0,79	4,62	-0,06	-0,55	-1,28	12,17
5	-0,45	4,17	-0,13	-0,68	-0,40	11,78
6 à 12	-	3,01	-	-3,49	-	9,87
[-12, -1]		2,37		0,41		7,81
[1, 12]		-0,63		-3,72		-1,53

^a Firmes du TSE

^b Firmes du NYSE

Source: Eckbo et Thorburn (2000, p. 7)

En conclusion, le gain supérieur des initiatrices canadiennes sur les américaines dans les groupements tiendrait à leur taille plus petite et à la meilleure réception du paiement en actions au Canada.

5.1.7 Lien entre les variations de cours d'avant- et d'après- groupement: Schwert (1996)

Avant de conclure cette section concernant les rendements anormaux (RA) à court terme, il convient de parler brièvement de l'étude de Schwert sur la relation pouvant exister entre les variations dans le cours des actions des cibles survenant avant l'annonce de l'offre et celles survenant après l'offre.

L'étude est effectuée sur un échantillon de 1814 offres de groupement des années 1975 à 1991. La question est de savoir si les opérations d'initiés font du tort aux initiatrices en faisant croître le prix des actions des cibles. Ces opérations divulguent des informations sur la future offre à des personnes étrangères à l'initiatrice.

Au cours de la période précédant l'annonce de l'offre, l'initiatrice est supposée être la seule au courant de ses projets, personne d'autre ne devant avoir accès à cette information privée. De la même façon, si d'autres initiatrices considèrent la même cible, ces intentions ne sont généralement connues que par ces dernières. Ainsi, tout mouvement anormal dans le cours des actions de la cible au cours de cette période est appelé «majoration pré-offre». Les mouvements dans le cours des actions de la cible au cours de la deuxième période, soit entre l'annonce de l'offre et son acceptation, sont appelés «majorations post-offre». La somme de ces deux types de variations donne la prime résultant de l'offre de groupement.

Il y a deux hypothèses concurrentes à tester à propos de l'effet de la révélation d'informations avant l'annonce formelle de l'offre, reposant toutes deux sur l'évaluation de

la cible faite par l'initiatrice et par la cible elle-même. Cette évaluation est fonction des informations que les deux firmes possèdent concernant la cible.

La première hypothèse repose sur la supposition que les deux parties possèdent plus d'information qu'il n'en est reflétée dans le prix des actions de la cible et qu'elles pensent qu'il n'y a personne d'autre possédant des informations pertinentes. Elles ignorent donc les mouvements du cours des actions de la cible survenant avant et pendant les négociations. Ainsi, la «majoration post-offre» sera inférieure lorsque la «majoration pré-offre» sera supérieure, d'où le nom de cette première hypothèse, soit *l'hypothèse de la substitution* – chaque dollar supplémentaire de «majoration pré-offre» résulte en un dollar de moins de «majoration post-offre», pour une prime finale inchangée.

La deuxième hypothèse veut que la cible et l'initiatrice ne soient pas sûres que les mouvements dans le prix des actions de la cible reflètent des informations privées pertinentes. Ainsi, ces mouvements au cours de la période de négociation font en sorte que les firmes révisent leurs évaluations de la cible. Donc, le prix d'entente final augmente avec le «majoration pré-offre», faisant hausser la prime finale pour une même «majoration post-offre». Cette hypothèse s'appelle *l'hypothèse de la majoration*.

Les résultats de l'étude de Schwert supportent l'hypothèse de majoration, soit que la majoration post-offre est indépendante de la «majoration pré-offre». Donc, les initiatrices et les cibles tiennent compte des variations dans le cours des actions de la cible lors des négociations. Ainsi, les fuites d'informations concernant une future offre de groupement font du tort aux initiatrices puisqu'elles doivent tenir compte de leur effet haussier sur le prix des actions de la cible en majorant leur offre. Cette offre révisée à la hausse devrait normalement se refléter dans des RA inférieurs pour l'initiatrice mais supérieurs pour la cible.

5.2 Les rendements postérieurs aux initiatives de groupement

Ici, nous vérifions si les rendements anormaux (RA) de la période d'offre sont conservés à plus long terme. Nous voyons donc les RA entourant l'annonce de l'issue de l'offre, puis ceux des années suivantes, pour les cas d'échec et de réussite de l'offre.

5.2.1 La performance postérieure des initiatrices : Rau et Vermaelen (1998) et Loderer et Martin (1992)

Les auteurs examinent ici deux questions: (1) «Est-ce que la performance des initiatrices se détériore après la période OP?» et, si tel est le cas, (2) «Quelles sont les causes de cette sous-performance?». Pour ce faire, ils utilisent un échantillon comprenant 3169 fusions et 348 OP annoncées et complétées au cours des années 1980 à 1991.

Rau et Vermaelen ont d'abord montré que, tel que nous le voyons au tableau 15, les initiatrices des fusions obtiennent des RA cumulatifs (RAC) négatifs, donc sous-performent, tandis que les initiatrices d'OP obtiennent des RAC positifs. En effet, sur trois ans, les premières ont des RAC significatifs de -4,04% tandis que les secondes ont des RAC significatifs de 8,85%. L'initiatrice aurait donc, à première vue, intérêt à se regrouper via une OP plutôt que par le biais d'une fusion si elle désire obtenir des RA à long terme.

Tableau 15
Performance à long terme, exprimée en RAC (%), des initiatrices de fusions et d'OP annoncées et complétées entre 1980 et 1991.

Période (mois après le groupement)	Fusions		Offres de dépôt	
	Où seule la cible est publique	Tous les cas	Où seule la cible est publique	Tous les cas
1-12	-1,39	-1,76	3,78	3,95
13-24	-2,80	-2,72	2,26	1,90
25-36	1,61	-0,44	2,53	3,00
1-36	-2,58	-4,04	8,56	8,85

Source : Rau et Vermaelen (1998, p.235)

Afin d'expliquer cette divergence, les auteurs ont avancé et vérifié trois hypothèses : (1) l'hypothèse d'extrapolation des performances passées; (2) l'hypothèse du mode de paiement; et (3) celle de la fixation sur le bénéfice par action (BPA).

- 1. L'extrapolation des performances passées.** Le marché exagérerait son extrapolation des performances passées de l'initiatrice lors de l'évaluation des bénéfices découlant d'une décision de groupement. Ainsi, les managers des firmes ayant de faibles ratios «valeur au livre / valeur marchande» (VL/VM), soit des firmes à hauts rendements historiques et à grande croissance de flux monétaires et de bénéfices, appelées les firmes de «prestige», sont plus enclines à surestimer leur potentiel à mener à bien un groupement et à gérer la nouvelle entité. Les actionnaires et les membres du conseil d'administration (CA) sont alors plus faciles à convaincre des bénéfices d'un groupement et à en accepter les plans. D'un autre côté, les managers, actionnaires et administrateurs des firmes ayant eu des performances passées plus faibles, donc à ratios élevés de VL/VM, appelées les firmes de «valeur», sont plus prudents lors de l'adoption de tels plans. Cette hypothèse suppose aussi que le marché réévalue seulement graduellement la qualité de l'initiatrice. Il en résulterait alors des RA supérieurs à l'annonce pour les initiatrices de «prestige» par rapport aux initiatrices de «valeur», et l'inverse à long terme.
- 2. L'hypothèse du mode de paiement.** Cette hypothèse veut que si les managers sont mieux informés que le marché à propos des bénéfices espérés à long terme de leur firme, ils auront tendance à offrir leurs actions en guise de paiement à la cible s'ils pensent qu'elles sont surévaluées. Les RA à long terme des initiatrices seraient donc en moyenne négatifs lors des paiements en actions et positifs pour les paiements en argent.
- 3. L'hypothèse de la fixation sur le bénéfice par action (BPA).** Selon cette dernière hypothèse, le groupement fondé sur des attentes de BPA en hausse serait

mal avisé et donc moins performant. En effet, les managers, trouvant plus aisé de justifier une absorption si elle s'accompagne d'une hausse du BPA, seraient prêts à payer plus, voire trop, afin d'exécuter la transaction. Une autre explication serait que le marché surévalue l'initiatrice d'un groupement à BPA attendu croissant.

Afin de tester la première hypothèse, les auteurs ont séparé leur échantillon selon que l'initiatrice est de «prestige», de «valeur» ou neutre à l'aide de leur ratio VL/VM pour le mois de l'annonce de l'offre. Les résultats sont présentés au tableau 16.

Tableau 16

Performance à long terme, exprimée en RAC (%), des initiatrices de fusions et d'OP annoncées et complétées entre 1980 et 1991 selon qu'elles sont de «prestige», de «valeur» ou neutres.

A. Initiatrices de «prestige»				
Période	Fusions		Offres de dépôt	
	Où seule la cible est publique	Tous les cas	Où seule la cible est publique	Tous les cas
1-12	-5,55	-6,25	3,06	2,12
13-24	-5,37	-7,97	3,25	2,67
25-36	0,10	-3,03	-1,38	-0,53
1-36	-10,82	-17,26	4,92	4,25
B. Initiatrices neutres				
Période	Fusions		Offres de dépôt	
	Où seule la cible est publique	Tous les cas	Où seule la cible est publique	Tous les cas
1-12	-5,59	-1,37	5,23	4,14
13-24	-1,19	-1,70	0,38	-1,10
25-36	-0,34	-1,23	2,64	1,76
1-36	-7,12	-4,29	8,24	4,79
C. Initiatrices de «valeur»				
Période	Fusions		Offres de dépôt	
	Où seule la cible est publique	Tous les cas	Où seule la cible est publique	Tous les cas
1-12	5,58	1,83	2,54	4,93
13-24	-1,06	0,88	2,22	3,48
25-36	5,36	4,93	5,07	7,13
1-36	9,87	7,64	9,81	15,53

Source : Rau et Vermaelen (1998, p.241)

Tel que prédit par l'hypothèse de l'extrapolation, les initiatrices de «prestige» obtiennent des RAC à long terme significativement inférieurs aux initiatrices de «valeur». Plus précisément, les premières ont des RAC sur trois ans significativement négatifs pour les fusions et non significativement positifs pour les OP tandis que les secondes obtiennent des RAC sur trois ans significativement positifs lors des fusions et des OP.

Afin de vérifier si ces résultats ont un lien avec le mode de paiement, les auteurs ont examiné ce dernier en relation avec le type de groupement et sont arrivés à la conclusion que les OP et les fusions ne sont pas financées de la même façon. En effet, les cibles de fusions seraient plus souvent payées en actions de l'initiatrice que les cibles d'OP. De plus, les trois catégories d'initiatrices (de «prestige», de «valeur» et neutres) ne se distingueraient pas selon leurs habitudes de mode de paiement, utilisant toutes trois de faibles proportions d'actions dans les OP. Toutefois, en ce qui concerne les fusions, les initiatrices de «prestige» utiliseraient leurs actions dans une proportion plus forte (54%) que les initiatrices de «valeur» (38%).

Jusqu'à un certain degré, les résultats seraient consistants avec l'hypothèse du mode de paiement. Premièrement, les initiatrices de fusions paieraient surtout en actions contrairement aux OP qui sont, de par leur nature, payées principalement en argent, les premières obtenant des RA plus faibles que les secondes. En second lieu, les initiatrices de «prestige» paieraient en plus grande proportion leurs fusions en actions, obtenant également des RA inférieurs que ceux des initiatrices de «valeur». Toutefois, la différence significative entre les RA de ces deux types d'initiatrices lors des OP ne peut s'expliquer par l'hypothèse du mode de paiement puisque même si elles utilisent toutes deux principalement de l'argent pour les financer, les initiatrices de «prestige» obtiennent tout de même des RA significativement inférieurs.

Afin de pousser plus loin l'analyse du lien entre la performance à long terme et le mode de paiement, les auteurs ont classé simultanément les RAC des initiatrices selon le mode de financement (100% actions, 100% argent ou mixte), selon le type de groupement (fusion ou OP) et selon le type d'initiatrice (de «prestige», de «valeur» ou

neutre). Les résultats montrent que les initiatrices de «prestige» performant moins bien que les initiatrices de «valeur» et ce, quel que soit le mode de paiement. Plusieurs résultats ne sont donc pas en accord avec l'hypothèse du mode de paiement.

En ce qui concerne à présent l'hypothèse de fixation sur le BPA, les auteurs mentionnent que les initiatrices de «prestige», ayant tendance à viser l'obtention d'un ratio «cours / bénéfices» (C/B) élevé et à payer leurs cibles en actions, semblent souffrir d'une fixation excessive sur le BPA. En effet, une firme à ratio C/B élevé absorbant une firme à ratio C/B faible en la payant en actions a plus de chance de faire hausser son BPA. Les auteurs ont donc divisé l'échantillon selon que l'impact du groupement sur le BPA est faible, moyen ou élevé afin de vérifier cet énoncé. Les auteurs ayant été incapables de démontrer qu'il y a une différence entre les ratios C/B des initiatrices et des cibles pour aucune des deux formes de groupement, les résultats ne peuvent confirmer l'hypothèse de fixation sur le BPA.

En conclusion, Rau et Vermaelen ont montré que les initiatrices de fusions performant moins bien à long terme que les initiatrices d'OP. Cette sous-performance au niveau des fusions ne serait toutefois pas uniforme pour toutes les firmes. En effet, les initiatrices de «prestige» seraient la cause de cette mauvaise performance parce qu'elles s'appuieraient trop, dans leurs décisions, sur leur performance passée. Le mode de paiement et la fixation sur le BPA ne seraient pas la cause de ces résultats. L'hypothèse d'extrapolation excessive sur la performance passée est ainsi la plus apte à expliquer les résultats.

Une étude antérieure effectuée par Loderer et Martin (1992) a pour sa part montré, d'après un échantillon de groupements effectués au cours des années 1966 à 1986, qu'il n'y aurait pas de différence entre les RA des OP et des fusions. De plus, il n'y aurait que de très faibles indices de performances négatives pour les initiatrices sur une période de cinq ans après la date de groupement.

5.2.2 La performance des actionnaires à long terme de firmes impliquées dans des groupements: Loughran et Vijh (1997)

Loughran et Vijh ont également tenté de relier mode de paiement et type de groupement aux rendements à long terme, mais cette fois pour les initiatrices et les cibles. Leur échantillon est constitué de 947 groupements ayant eu lieu entre 1970 et 1989.

En ce qui concerne les rendements à long terme des actionnaires des initiatrices, les auteurs en seraient arrivés aux mêmes conclusions que Rau et Vermaelen (1998), soit que les rendements sont significativement positifs pour les OP et significativement négatifs pour les fusions. Les OP étant faites directement aux actionnaires, souvent dans un but d'éviter la résistance des managers, elles sont plus souvent hostiles que ne le sont les fusions qui s'effectuent avec l'accord des managers. Les OP auraient donc plus souvent comme but de créer de la valeur en remplaçant les managers de la cible, donc un motif disciplinaire, d'où des RA plus élevés. Toujours comme Rau et Vermaelen (1998), Loughran et Vijh ont trouvé que les rendements des actions des initiatrices sont plus élevés lors du paiement en argent. En effet, les RA seraient significativement négatifs lors du paiement en actions et significativement positifs lors du paiement en argent. De plus, les OP financées en argent seraient plus rentables (en terme de RA) que les fusions en actions. Malgré que les résultats semblent montrer que le mode de paiement a un lien avec le rendement à long terme, les auteurs mentionnent que ce n'est pas la seule explication plausible des résultats puisque: (1) le mode de paiement est en partie une variable endogène au type de groupement, ce dernier pouvant être la véritable variable explicative des rendements; (2) les initiatrices payant en actions ont tendance à être des firmes en croissance, rendant donc plausible une surévaluation par le marché et par les managers de leur potentiel; et (3) les RA positifs des initiatrices payant en argent se limitent aux OP, les RA étant négatifs (mais non significatifs) pour les initiatrices de fusions payant en argent. Étant donné la similitude des résultats de cette étude avec ceux de Rau et Vermaelen (1998) en ce qui concerne les rendements des initiatrices, nous ne

les détaillons pas. Passons plutôt aux rendements attribuables aux actionnaires à long terme des cibles.

Le tableau 17 présente les RAC obtenus par les actionnaires à long terme des cibles pour différentes périodes selon le type de groupement et le mode de paiement. Les rendements sont calculés selon la stratégie de détention suivante: les actionnaires conservent les actions de la cible pour une période allant de quelques jours avant la date de l'annonce jusqu'à la date du groupement, et ensuite détiennent les actions de l'initiatrice. Donc, lors des paiements en actions de l'initiatrice, les actionnaires les conservent et, lors des paiements en argent, ils achètent des actions de l'initiatrice (le nombre d'actions de l'initiatrice pouvant différer, dépendamment du montant obtenu pour les actions de la cible et du prix des actions de l'initiatrice).

Tableau 17

RAC (%) des actionnaires à long terme des cibles de groupement entre 1970 et 1989 selon le type de groupement et le mode de paiement.

	N	DA ^a -2 jours à DG ^b	DA-2 jours à DG+1 an	DA-2 jours à DG+2 ans	DA-2 jours à DG+3 ans	DA-2 jours à DG+4 ans	DA-2 jours à DG+5 ans
A. Groupement par fusions VS par OP							
Fusions	419	25,8	28,5	24,0	20,9	30,4	29,6
OP	97	24,5	42,2	48,4	69,6	81,6	126,9
Différence		1,3	-13,7	-24,4	-48,7*	-51,2*	-97,3*
B. Paiement en actions VS en argent							
Actions	288	25,1	26,1	18,9	11,5	13,4	14,5
Argent	228	26,1	37,5	40,7	53,5	73,7	90,1
Différence		-1,0	-11,4	-21,8*	-42,0*	-60,3*	-75,6*
C. Fusions en actions VS OP en argent							
Fusions en actions	280	25,0	25,9	19,8	12,2	13,6	14,9
OP en argent	89	24,0	43,0	53,7	76,9	88,4	138,3
Différence		1,0	-17,1	-33,9*	-64,7*	-74,8*	-123,4*

^a DA= Date de l'annonce de l'offre

^b DG= Date effective du groupement

* Significativement différent de zéro

Source : Loughran et Vijh (1997, p. 1785)

On voit au tableau 17 que (1) les actionnaires des cibles obtiennent des rendements à long terme (pour la période de DA-2 jours à DG+5 ans) significativement plus élevés lors des OP et lors du paiement en argent. Les OP en argent seraient beaucoup plus rentables que les fusion en actions, avec des RAC de 138,3% contre 14,9%, la différence étant significative. (2) Les actionnaires payés en actions voient leurs gains obtenus à l'annonce, grâce à leurs actions des cibles, s'effacer avec le temps et la détention des actions de l'initiatrice tandis que les actionnaires payés en argent voient leurs RAC augmenter. Notons que même si le tableau 17 ne montre aucun RAC négatif pour les actionnaires des cibles, les auteurs ont démontré ailleurs que lorsque les transactions sont classées en valeurs ascendantes par quartiles selon le ratio «valeur de la cible / valeur de l'initiatrice», les RAC pour les fusions en actions diminuent avec la hausse du ratio et deviennent négatifs lorsque le ratio atteint le quatrième quartile, au point où il est de 0,6424 et plus.

En conclusion, les résultats pour les actionnaires des initiatrices sont consistants avec deux hypothèses: (1) Les gains post-groupement plus élevés pour les OP, ces offres étant souvent hostiles, seraient attribuables à la substitution de managers plus compétents et (2) les gains plus élevés lors des paiements en argent sont attribuables au fait que les initiatrices utilisent leurs actions en guise de paiement lorsqu'elles sont surévaluées et de l'argent dans le cas contraire. En ce qui concerne les actionnaires des cibles, même s'ils obtiennent des RAC positifs dans tous les cas, ils sont avantagés lors des OP et des paiements en argent, et ils sont susceptibles d'obtenir des rendements négatifs plus la cible est de taille importante par rapport à l'initiatrice.

5.2.3 Évolution de la performance postérieure au groupement selon les flux d'exploitation respectifs: Healy, Palepu et Ruback (1992)

Cette étude examine la performance à long terme des firmes groupées mais, contrairement aux autres études qui observent les RA boursiers, elle se concentre sur la variation du flux d'exploitation dans les firmes et sur sa source. Les auteurs se concentrent sur cette variation de flux puisqu'elle doit refléter des bénéfices économiques

réels et non des bénéfiques attendus comme dans le cas des RA boursiers. Par ailleurs, ils relativisent le flux comme il se doit, par rapport aux actifs le produisant, donc en le divisant par la valeur marchande des actifs en début d'année. L'échantillon utilisé se compose des 50 plus grosses transactions de groupement ayant eu lieu au cours des années 1979 à 1984.

Pour établir la performance attendue des firmes groupées, les auteurs ont pris les flux d'exploitation combinés de l'initiatrice et de la cible pour les années -5 à -1 (où l'année 0 est celle du groupement). Les flux post-groupement, soit pour les années 1 à 5, sont ceux réalisés par l'entité groupée. En comparant les performances réalisées et attendues, ils obtiennent une première mesure d'amélioration (ou de détérioration) due au groupement. Par ailleurs, les auteurs ont ajusté les performances pour tenir compte des effets du secteur et de l'économie. Cet ajustement est effectué en soustrayant du flux réalisé le flux médian dans le secteur d'appartenance. Il importe de mentionner que les changements de capitalisation des firmes au moment de l'annonce de l'offre sont exclus du total des actifs des firmes post-groupement afin de ne pas inclure la valeur anticipée par le marché de l'amélioration de la performance des firmes. Les principaux résultats sont donnés au tableau 18.

De ce tableau, nous remarquons que les firmes combinées obtiennent des ratios significativement plus élevés que l'industrie dans la période post-groupement pour quatre années sur cinq. Pour la période pré-groupement, les ratios ne sont significativement différents de l'industrie que pour l'année -3. Il y aurait donc amélioration de la performance des firmes après le groupement. De plus, la performance annuelle médiane des années 1 à 5 est positive et significative à 2,8%, tandis qu'elle est inférieure et non significative pour les années -5 à -1 à 0,3%.

Tableau 18
Ratios médians des flux d'exploitation sur la valeur marchande des actifs des firmes combinées

A. Ratios d'avant- et d'après groupement				
Année	Non ajustés Médiane (%)	Ajustés à l'industrie Médiane (%) % positifs		N
-5	24,5	0,4	50	48
-4	26,2	0,1	51	49
-3	26,8	2,1*	63**	49
-2	26,4	0,0	49	49
-1	25,4	1,2	54	46
Performance annuelle médiane des années -5 à -1	25,3	0,3	52	50
1	21,5	3,0***	67**	48
2	22,9	5,3***	79***	47
3	20,6	3,2**	70***	46
4	18,4	3,0*	68***	44
5	18,5	2,5	60	40
Performance annuelle médiane des années 1 à 5	20,5	2,8***	73***	48

NB: Les chiffres à 3, 2 et 1 étoile sont significatifs aux seuils de 1, 5, et 10%, respectivement.

Source: Healy et al. (1992, p. 146)

Par ailleurs, les auteurs ont voulu relier par régression les ratios pré et post-groupement ajustés à l'industrie :

$$\text{Post}_i = \alpha + \beta \text{Pré}_i + \varepsilon_i$$

Où

- Post_i = Ratio médian annuel des flux monétaires post-groupement ajusté à l'industrie
 Pré_i = Ratio médian annuel des flux monétaires pré-groupement ajusté à l'industrie
 α = Mesure du RA (au niveau des flux monétaires) ajusté à l'industrie
 β = Coefficient capturant la corrélation entre les ratios pré et post-groupement ($\beta * \text{Pré}_i$ mesure donc l'effet de la performance pré sur la performance post)

L'estimation à 0,37 de β indique une relation positive entre les ratios pré et post.

L'estimation de α démontre qu'il y a hausse significative de 2,8% par année du flux

d'après-groupement, après la prise en compte de l'effet de la performance. Les auteurs en concluent encore une fois qu'il y a amélioration significative à long terme de la performance des firmes groupées.

Les auteurs ont également voulu déterminer la source de cette amélioration de performance à long terme. En effet, une hausse du flux d'exploitation peut provenir de changements dans la performance d'exploitation (hausse des marges bénéficiaires, hausse de la rotation des actifs, baisse du nombre d'employés et donc des charges qui y sont reliées, etc.) ou encore, dans les politiques d'investissement (baisse des dépenses en capital, ventes d'actifs, baisse des dépenses de R&D, etc.). Ils ont trouvé que l'amélioration serait due à une productivité accrue des actifs. Il n'y aurait pas d'indice de baisse des investissements en capital et en R&D après le groupement. L'amélioration du flux d'exploitation ne proviendrait donc pas de politiques venant mettre en péril la viabilité à long terme des firmes combinées.

Pour vérifier si les variations de capitalisation à l'annonce des offres s'expliquent par les attentes du marché quant à la meilleure performance à venir, les auteurs ont effectué une régression qui a montré que le lien entre la performance post-groupement et la réévaluation des firmes à l'annonce de l'offre est significatif. De plus, ils ont montré que seules les firmes à grande parenté sectorielle obtiennent des performances post-groupement supérieures, mais que le mode de financement, le type de transaction (hostile ou amical) ou la taille de la cible n'influaient pas sur cette performance.

En conclusion, Healy et al. ont pu montrer, via des mesures de flux monétaires plutôt que boursiers, que les firmes combinées obtiennent des performances supérieures à long terme, résultant d'une hausse de la productivité de leurs actifs relativement à celle de l'industrie. Ces améliorations de performance seraient particulièrement plus prononcées pour les groupements entre des firmes évoluant dans des industries semblables. De plus, ces hausses de flux monétaires ne viendraient pas amoindrir la future performance à long terme des firmes, puisqu'il n'y a pas d'indice de baisse des investissements en capital et en R&D. Finalement, il y aurait une forte relation positive

entre la hausse de flux monétaire post-groupement et les RA des actions à l'annonce du groupement, ce qui signifie que ce sont les attentes de meilleure performance économique qui expliqueraient en bonne partie la réévaluation boursière des firmes combinées.

5.2.4 Performance post-groupement des initiatrices : Franks, Harris et Titman (1991)

L'étude de Franks et al. de 399 groupements de la période 1975-84, porte sur la performance post-groupement des initiatrices selon le mode de paiement, la taille relative des firmes, l'opposition par les managers de la cible et la présence de compétition. L'originalité des auteurs vient des différents portefeuilles indiciaires de référence utilisés pour calculer les rendements anormaux.

En plus d'indices usuels à un facteur (tant équi-pondérés que valo-pondérés), ils ont également utilisé deux indices à facteurs multiples. Selon l'indice multiple le plus pertinent (selon les auteurs), la performance post-groupement sur une période de 36 mois serait positive mais non significative. La prise en compte du mode de paiement, de l'opposition à l'offre, de la surenchère ainsi que de la taille relative des firmes ne change pas les résultats. Les auteurs estiment que les études antérieures ayant démontré des performances post-groupement négatives pour les initiatrices sont dues au manque d'un indice de référence approprié.

5.2.5 Le destin des initiatrices ayant connu une réaction boursière négative en période d'offre : Loderer et Martin (1990)

Loderer et Martin (dont il était question en 5.1), établissent un lien entre les rendements boursiers anormaux (RA) négatifs obtenus à l'annonce et le destin des initiatrices les ayant obtenus. L'hypothèse veut que ces initiatrices soient plus susceptibles de devenir à leur tour des cibles. Afin de l'éprouver, les auteurs ont divisé la période 1966-84 en trois sous-périodes, repéré les initiatrices d'un groupement d'alors à rendement négatif pénalisées en bourse, et vérifié si elles ont été absorbées à leur tour

dans les quatre ans après le groupement, puis établi, avec un modèle logit, la probabilité d'une telle absorption selon l'équation classique :

$$E(Y_i) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}}$$

où E(Y) représente la probabilité d'observer Y = 1 (une absorption) ou pas (Y = 0) et X symbolise la matrice des cinq variables indépendantes suivantes:

- X₁ : CUMRAC = Somme des RAC de l'initiatrice i entourant ses acquisitions de plus de 5 % des actions des cibles. L'hypothèse prédit un coefficient négatif.
- X₂ : TOTACQ = Nombre d'acquisitions, de plus de 5% des cibles, effectuées par l'initiatrice i. Les initiatrices d'expérience pouvant mieux échapper à l'absorption, le coefficient devrait être négatif.
- X₃ : NEGRATIO = Ratio du nombre d'acquisitions, toujours de plus de 5%, avec un effet d'annonce négatif divisé par TOTACQ. Les initiatrices ayant un ratio élevé sont des cibles potentielles plus attirantes, d'où l'anticipation d'un coefficient positif.
- X₄ : D₁ = Variable binaire égale à 1 si l'initiatrice a une valeur marchande de 258 millions \$ ou moins et une seule acquisition à son actif avec un effet d'annonce positif, et à 0 autrement. Ces initiatrices sont moins attirantes comme cibles étant donné qu'elles ne manifestent aucun problème d'agence apparent qu'un acquéreur potentiel pourrait souhaiter réduire. Le coefficient anticipé est donc négatif.
- X₅ : VALEURM = Valeur marchande des actions ordinaires de l'initiatrice calculée au jour -20. Cette variable est incluse dans un but de contrôle.

Les résultats sont présentés au tableau 19.

Tableau 19
Résultats de la régression

Variabes indépendantes	1966-1971	1972-1977	1978-1984
Origine	-4,29*	-1,38*	0,01
CUMRAC	5,14	-0,04	-3,70
TOTACQ	-0,31	0,08	-0,26
D ₁	1,93*	0,10	-0,88*
NEGRATIO	2,31*	-0,32	-0,81*
VALEURM	-0,2 x 10 ⁻³	-0,2 x 10 ⁻² *	-0,3 x 10 ⁻³ *
Nombre d'observations	330	360	402

* Significativement différent de zéro

Source : Loderer et Martin (1990, p. 31)

Les résultats varient selon les périodes. Mitchell et Lehn (1990) ont déjà montré que les initiatrices à RA négatifs sont plus susceptibles de devenir des cibles. La sous-période 1978-1984 de l'étude de Loderer et Martin est celle la plus « coincidente » de celle utilisée par Mitchell et Lehn. Vers ces années-là, il s'avère que D_1 , VALEURM et NEGRATIO sont seules significatives. VALEURM a un coefficient négatif, suggérant que les plus grosses firmes sont moins susceptibles d'absorption. NEGRATIO a un coefficient négatif inattendu, laissant croire que l'initiatrice ayant accumulé les «mauvaises» acquisitions est moins susceptible d'être ciblée. Le coefficient de D_1 est, tel qu'anticipé, négatif, indiquant que les petites initiatrices qui ne sont pas impliquées dans des transactions non fructueuses sont des cibles potentielles intéressantes. Les autres variables, TOTACQ et CUMRAC, ne sont pas significatives mais ont des coefficients de signe attendu.

Pour les deux sous-périodes antérieures, les signes et niveaux de signification diffèrent. Est-ce dû aux changements dans les conditions entourant les opérations de groupement (législation, motivations, etc.)? Bien malin qui le saura!

En conclusion, l'hypothèse voulant que des initiatrices pénalisées en bourse dans leurs offres de groupement deviennent de futures cibles n'a pas été soutenue par les résultats des auteurs, des résultats tout aussi contradictoires qu'instables temporellement. Il se peut, toutefois, qu'au départ, l'hypothèse manque de plausibilité, ou encore, que les mesures des variables soient piètres parce que mal raisonnées et pas fiables. Les mesures à base de RAC sont souvent déroutantes, voire trompeuses.

5.2.6 Les performances post-acquisition des initiatrices d'OP au Royaume-Uni: Franks et Harris (1989)

L'étude de Franks et Harris, (déjà évoquée en 5.1) comprend une discussion sur la performance des initiatrices après le groupement, soit dès la date d'attente du dépôt

minimal ou date sans retour. Ici encore, la performance subséquente est mesurée par les RA obtenus (avec trois modèles). Le tableau 20 résume les résultats.

Tableau 20
Performance post-groupement des 1048 initiatrices dont les offres sont réussies (UK; 1960-1985) Mois 0 = mois de la date sans retour

A. RAC sur la période commençant après la date sans retour				
Modèle du rendement attendu ou normal^a	Mois après la date sans retour»			
	+6	+12	+18	+24
No 1	3,6*	3,8*	5,4*	4,8*
No 2	-0,6	-4,8*	-7,3*	-12,6*
No 3	3,6*	3,8*	0,5	4,5*
B. RAC des mois +1 à +24				
Modèle du rendement normal	Rendements anticipés calculés avec les paramètres (α et β) des initiatrices		Rendements anticipés calculés avec la moyenne pondérée des paramètres des cibles et initiatrices	
No 1	4,6*		5,5*	
No 2	-11,7*		-9,5*	
No 3	4,4*		5,1*	

^a *No Rendement normal (RN)*

1 $RN = \text{Rendement du marché } (m)$

2 $RN = \alpha + \beta m$

3 $RN = R_f + \beta(m - R_f)$

* Significativement différents de zéro.

Source : Franks et Harris (1989, p. 245)

Dans la partie A, le modèle de marché montre une piètre performance post-groupement des initiatrices, avec un RAC de -12,6% sur 2 ans, les deux autres modèles montrant toutefois des performances positives de plus de 4%. Le RAC du modèle de marché serait inférieur dû à l'effet cumulatif de la soustraction du paramètre α , sa moyenne étant de 0,0095 (ou 0,95%) par mois. Il pourrait aussi y avoir biais, les paramètres α et β estimés selon les rendements des initiatrices sur la période précédent l'offre pouvant être inadéquats dans le calcul de la performance post-groupement. La partie B utilise donc la moyenne pondérée des paramètres des cibles et initiatrices afin de calculer les rendements anticipés. Malgré cela, les résultats ne changent pas de façon significative.

Pour tenir compte de l'effet de la taille des firmes sur la performance post-groupement, les résultats ont été séparés en déciles selon la sommation des tailles des firmes impliquées, tel que montré au tableau 21, le décile 1 représentant les tailles les plus faibles.

Tableau 21

Performance post-groupement au Royaume-Uni selon la taille des firmes combinées pour les mois +1 à +24

Décile	N	RAC (%) du mois +1 à +24	Décile	N	RAC (%) du mois +1 à +24
1	18	-20,8	6	76	-17,9
2	35	-3,7	7	97	-8,1
3	46	-12,2	8	118	-18,7
4	48	-8,7	9	209	-14,2
5	66	-10,9	10	395	-11,7

Source : Franks et Harris (1989, p. 247)

Les résultats démontrent encore une fois que les RAC sont négatifs après les groupements, mais nous ne pouvons, à première vue, constater de relation entre la performance post-groupement et la taille des firmes groupées.

En conclusion, la performance post-groupement change selon le modèle d'estimation du rendement attendu utilisé. Il faudrait mieux choisir le modèle plutôt que d'en utiliser trois sans bonne justification. Les auteurs concluent aussi qu'il serait intéressant d'étudier le «timing» des transactions en relation avec la performance boursière des initiatrices. En effet, il se pourrait que celles-ci tirent avantage de récents RA de leurs actions pour annoncer une offre de groupement, d'où des α positifs, mesurés sur la période pré-groupement, non soutenables. Ceci entraînerait possiblement une baisse des RA. Les RA post-groupement négatifs seraient ainsi attribuables plus à des rendements attendus trop élevés qu'à de mauvaises performances.

5.3 Autres sujets liés au rendement

Il existe divers facteurs pouvant affecter les rendements obtenus par les firmes ainsi que la distribution des gains entre elles lors des OP. Cette section tente donc de les identifier et de quantifier leur effet.

5.3.1 L'effet du pouvoir de négociation des initiatrices sur le partage des synergies: Bessière (1999)

Le but de cet article est d'étudier l'effet du pouvoir de négociation des initiatrices sur le partage, entre celles-ci et leurs cibles, des synergies possibles tributaires aux OP afin de déceler les facteurs explicatifs de ces synergies.

D'après des études précédentes, notamment américaines, les actionnaires des cibles seraient les grands gagnants des OP, leur gain boursier anormal se chiffrant à environ 22% et celui des initiatrices serait de 1%. Mais restons prudente en comparant ces chiffres et ce, pour plusieurs raisons, dont la principale a trait à la taille de l'initiatrice par rapport à celle de la cible. La première étant en général plus imposante, il convient alors de reformuler les résidus (gains anormaux) de façon pondérée afin de rendre les résultats plus révélateurs. Ainsi, nous obtenons un taux pondéré selon la taille boursière globale antérieure des firmes groupées. Il faut aussi prendre en considération les situations où l'initiatrice possède déjà une partie du capital de la firme ciblée.

Bessière s'est inspirée de modèles des jeux fondés sur le pouvoir négociateur de l'initiatrice. Selon ces modèles, plus l'initiatrice a de pouvoir, plus elle pourra offrir un prix faible et moins il y aura de menaces de la part des compétiteurs sous la forme de surenchères. En ce qui concerne la relation Initiatrice-Cible, les trois hypothèses suivantes ont été formulées en ce qui concerne la part des synergies revenant à l'initiatrice (toutes choses étant égales par ailleurs) ;

H1 : est plus élevée en présence de menaces de dilution de l'avoir des minoritaires;

H2 : est une fonction croissante de la fraction déjà détenue des actions ou droits de vote;

H3 : est plus élevée avec une offre ferme qu'avec une offre conditionnelle.

d'où les trois variables suivantes; DILUT (x_1), (1 s'il y a menaces de dilution, 0 autrement), PARTV ou PARTK (x_2) selon que le pouvoir de négociation lié à la part déjà détenue dans la firme cible soit, respectivement, sous forme de droits de vote ou de capital, et SEUII (x_3) (1 si la firme initiatrice a l'option de retirer son offre si le dépôt initial des actions ciblées n'a pas été fait, 0 autrement).

Pour la relation Initiatrice-Concurrents, deux hypothèses ont été formulées;

H4 : plus la synergie totale attendue est élevée, plus l'initiatrice est en mesure d'en conserver une part plus large; et,

H5 : ladite part est plus élevée pour les OPA (en espèces) que pour les OPE (en actions).

d'où deux nouvelles variables; RGLOB (x_4) pour le résidu global pondéré de l'OP (en %) et MODEP (x_5) pour le choix du mode de paiement (1 si OPA, donc en espèces, 0 autrement).

L'échantillon compte 41 des 146 OP réussies en France entre 1991 et 1997. Cet échantillon représente bien les proportions des deux types d'OP au sein de la population. En moyenne, dans cet échantillon, les primes offertes sont de l'ordre de 32%, que la synergie soit faible ou élevée. De plus, nous pouvons constater que les initiatrices sont beaucoup plus grandes que les cibles et que les coefficients bêta sont supérieurs pour le premier type de firme.

Notons qu'il a été pris pour acquis que les gains boursiers anormaux obtenus autour du jour de l'annonce de l'offre sont dus aux estimations faites par le marché de la synergie qui sera créée par l'union des deux firmes. Deux mesures de ce gain boursier anormal ont été retenues. La première se formule de la façon suivante;

$$\text{Résidu} = (\text{rendement observé de l'action au jour } t) - (\text{rendement normal de l'action})$$

$$\text{Résidu} = O_t - RN_t = O_t - (\alpha + \beta * R_{m_t})$$

Les résidus moyens (RM) ont été calculés ainsi que les résidus moyens cumulatifs (RMC). Bessière constate que les RMC de l'initiatrice sont de 1,71% et de 22,26% pour la cible, la majorité de ces RMC ayant été obtenus au jour 0, jour de l'annonce de l'offre, confirmant que les actionnaires des cibles sont les grands gagnants dans des OP.

La deuxième mesure utilisée est celle de la valeur anormale créée (VAC), obtenue en pondérant les résidus pour obtenir un effet synergique pondéré selon la taille globale antérieures des firmes unies. Pour de plus amples informations sur les formules utilisées, vous référer à l'encadré B de l'article original.

L'analyse de l'hypothèse H4 démontre que pour tout MFF (million de Francs Français) s'ajoutant à la VAC totale, 60% va à la cible et 40% à l'initiatrice. Par contre, pour les OP à fort degré de synergie, ces taux passent à 29% et 71% respectivement. Ceci confirme l'hypothèse H4, soit que plus la synergie totale attendue est élevée, plus l'initiatrice a des chances d'en conserver une plus grande partie.

Ensuite, pour tester l'ensemble des hypothèses, le modèle suivant a été introduit;

$$R(i) = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 (\text{DILUT}) + \hat{\alpha}_2 (\text{PARTV}) + \hat{\alpha}_3 (\text{SEUIL}) + \hat{\alpha}_4 (\text{RGLOB}) + \hat{\alpha}_5 (\text{MODEP})$$

Où $R(i)$ = le résidu boursier de l'initiatrice à $t=0$ (en %)

D'après ce modèle, seules les hypothèses H1, H2 et H4 ont été acceptées. Trois autres régression ont été effectuées en excluant une ou plusieurs variables du modèle original. C'est ainsi que Bessière a découvert que la variables x_4 était d'une très grande importance car son exclusion a fait chuter le R^2_{aj} de 29% à 11%. L'étude de la relation entre y et x_4 a permis de constater que lorsque les synergies sont élevées, le gain résiduel de l'initiatrice ne dépend pas du niveau de la prime offerte mais qu'il existe une liaison négative et significative dans le cas de bas niveaux de synergies.

En conclusion, il a été démontré que la part des synergies revenant à l'initiatrice sera plus élevée en présence de menaces de dilution et que cette part est fonction croissante de la fraction des actions déjà détenue par l'initiatrice. De plus, plus la synergie totale attendue est élevée, plus l'initiatrice est en mesure d'en conserver une part plus importante.

5.3.2 Répartition de l'actionnariat et répartition du gain: Stulz, Walkling et Song (1990)

Stulz et al. vérifient si la composition de l'actionnariat chez la cible influence la répartition du gain entre celle-ci et l'initiatrice à partir d'un échantillon d'OP acceptées.

Diverses études veulent que les détenteurs de blocs d'actions utilisent leurs droits de vote pour influencer l'issue des initiatives OP en leur faveur. D'une part, l'actionnaire manager de la cible, par exemple, serait tenté d'utiliser ses votes pour diminuer les chances de réussite de l'offre et d'en augmenter le coût pour l'initiatrice afin d'obtenir une plus grande portion du gain. D'autre part, l'actionnaire non-manager voudra agir pour hausser la probabilité de réussite dont dépend la valorisation de ses actions. Toutefois, sa complaisance ne peut qu'abaisser le coût pour l'initiatrice et lui laisser une plus grande part du gain, au détriment de la cible.

Les raisons d'agir des managers varient d'une firme à l'autre. Les OP bien reçues seraient celles où les managers croient qu'elles créeront de la valeur pour les actionnaires, tout en les laissant bénéficier d'avantages acquis, ou encore d'avantages de retraite dorée. Dans d'autres cas, les avantages des managers sont en péril et ils préfèrent utiliser leurs votes afin d'augmenter le coût pour l'initiatrice et/ou de susciter d'autres offres de la part de la compétition.

Les types d'actionnaires étudiés par les auteurs sont l'initiatrice, les managers de la cible et les investisseurs institutionnels. Ces actionnaires sont réputés agir de façon stratégique. Les autres actionnaires sont assumés être atomistiques.

Les petits actionnaires vont déposer leurs actions s'ils anticipent qu'ils en obtiendront un meilleur rendement qu'en les conservant. Si l'offre s'avère un échec et qu'aucune action n'a été achetée, leur richesse sera la même pour tous, qu'ils aient déposé leurs actions ou non. Ces actionnaires considèrent aussi l'imposition sur les gains en capital et la valeur de leurs actions si non déposées advenant que l'offre soit un succès.

Souvent *l'initiatrice* possède déjà des actions de la cible. Plus elle en détient, moins elle a besoin d'en acquérir pour que l'offre réussisse. Dès lors, elle pourra offrir une prime d'acquisition moins élevée. Ainsi, la prime offerte diminue avec la fraction des actions détenues par l'initiatrice et celle-ci conserve donc une plus grande part du gain total, d'où la première hypothèse:

H1: Pour un gain total donné, le gain de la cible est fonction décroissante de la fraction de ses actions détenues par l'initiatrice avant l'offre.

Les managers de la cible sont également sollicités afin qu'ils déposent leurs actions. S'ils le font, l'initiatrice aura encore une fois besoin d'obtenir moins d'actions des petits actionnaires et ce, avec une prime plus faible. Si les managers ne déposent pas leurs actions ou s'ils le font uniquement pour une prime élevée, la cible se voit octroyer une plus grande part du gain total en poussant l'initiatrice à offrir une prime plus élevée aux petits actionnaires. Par contre, en exigeant une prime très élevée, les managers risquent d'en obtenir aucune, c'est-à-dire que l'initiatrice réussisse son OP sans avoir besoin d'acheter leurs actions. Les managers vont donc déposer leurs actions s'ils estiment que leurs avantages actuels valent plus que la prime attendue. Ceci nous amène à la seconde hypothèse:

H2: Lorsque la valeur des avantages des managers est élevée, la gain de la cible est fonction croissante de la portion des actions que détiennent les managers.

Les investisseurs institutionnels (dits «instits»), peu imposés sur leurs gains en capital, sont plus enclins à déposer leurs actions pour obtenir une prime. Donc, plus la fraction des actions détenues par eux est élevée, plus la prime offerte est faible et plus la portion du gain total attribuée à la cible est petite, d'où l'hypothèse 3:

H3: Pour un gain total donné, le gain de la cible baisse avec la fraction de ses actions détenues par les « instits ».

Les trois hypothèses sont testées via les données de 104 OP réussies de la période 1968-86 et une régression liant les RA de la cible aux variables de composition de l'actionnariat et à d'autres variables plausibles [valeurs marchandes (VM) des capitaux propres (CP) de la cible et de l'initiatrice, le gain total et la fraction des actions de la cible acquise par l'initiatrice grâce à l'OP]. À noter que les OP sont séparées selon que la cible est sujette à une ou plusieurs offres, les OP multiples étant plus susceptibles d'être disciplinaires.

Les résultats montrent que l'actionnariat des managers de la cible a un effet positif sur les RA de la cible, mais il est significatif seulement dans le sous-échantillon des OP multiples. L'actionnariat institutionnel a pour sa part un impact négatif significatif tant pour les deux sous-échantillons que pour l'échantillon entier. L'actionnariat de l'initiatrice a un effet négatif mais significatif uniquement dans l'échantillon entier. Les signes des coefficients sont donc en accord avec les trois hypothèses, malgré que le niveau de signification varie beaucoup.

Pour les autres variables utilisées, le pourcentage d'actions acquises par l'initiatrice a un effet positif mais significatif uniquement pour les OP uniques. Le gain total, lorsqu'il est positif, vient augmenter la fraction attribuable à la cible de façon significative. Par contre, le gain total négatif diminue celui de la cible mais de façon non

significative. Finalement, la VM des capitaux propres de la cible a un effet positif mais significatif uniquement pour les OP multiples et l'échantillon entier et la VM de l'initiatrice n'a pas d'effet significatif. Le tableau 22 révèle les coefficients des variables explicatives ci-dessus.

Tableau 22
Coefficients de la régression utilisant les RA de la cible comme variable dépendante

	Échantillon entier (104)	OP unique (64)	OP multiples (40)
Constante	0.34571	0.28737	0.41695
VM des CP de la cible	0.0965*	0.00687	0.1531*
VM des CP de l'initiatrice	0.0096	0.0122	-0.03372
Fraction acquise par l'initiatrice (%)	0.1068	0.1675*	0.0022
Racine carrée de l'actionnariat des managers de la cible	0.1376	0.0176	0.4140*
Racine carrée de l'actionnariat des invest. instits	-0.2693*	-0.1975	-0.3620*
Racine carré de l'actionnariat de l'initiatrice	-0.2256*	-0.1604	-0.2092
Gain total si négatif	-0.0296	-0.0398	-0.0596
Gain total si positif	0.1192*	0.1132*	0.1658*
R carré	0.2749	0.2734	0.4083

* Coefficient significativement différent de zéro.

Source: Stulz et al. (1990, p. 829)

En somme, tel que prédit par les trois hypothèses de Stulz et al., la cible obtiendrait un meilleur RA lorsque ses managers sont actionnaires, mais désavantagée en présence d'investisseurs institutionnels et lorsque l'initiatrice possède déjà du capital.

5.3.3 La répartition du gain et ses variables explicatives: Jarrell et Poulsen (1989)

Les auteurs ont voulu expliquer la répartition du gain total lié aux OP à partir de 770 OP réussies³⁰ de la période 1963-86, impliquant 526 cibles et 462 initiatrices, chaque initiative OP comprenant au moins une partie cotée sur les parquets NYSE et AMEX.

Les résultats connus de rendements nuls et même négatifs pour les actionnaires des initiatrices ont amené plusieurs auteurs à conclure que les absorptions seraient de mauvais investissements. Pour d'autres, ces rendements s'expliqueraient par : (1) des effets de richesse voilés; (2) l'effet de la compétition; et (3) les piètres investissements des managers.

1. ***Les effets de richesse voilés.*** Si la cible est petite et l'initiatrice grosse, la valeur créée par l'absorption fera peu changer la capitalisation de l'initiatrice et l'effet sera statistiquement imperceptible. Asquith et al. (1983 et 1987) auraient d'ailleurs démontré que la pauvreté du rendement anormal de l'initiatrice serait reliée positivement à la taille relative de la cible. De plus, cette faiblesse de rendement pourrait venir surtout d'un effet du mode de financement utilisé. En effet, il est déjà acquis que l'annonce d'une nouvelle émission d'actions déprime leur cours. Donc, en présence d'un tel financement, l'effet positif possible de l'annonce de l'OP devient voilé par l'effet négatif lié au financement. Travlos (1987) ainsi que Asquith et al. (1987) auraient d'ailleurs montré que les absorptions financées par émission d'actions obtiennent des rendements inférieures à celles financées par des liquidités. Finalement, il se peut que le marché ait déjà anticipé la transaction, venant atténuer l'effet de l'OP mesuré au moment de l'annonce.

2. ***L'effet de la compétition.*** S'il y a absence de compétition pour la cible, l'initiatrice offrira un prix juste assez élevé afin d'obtenir le nombre d'actions désirées. Par contre, toute compétition signifie surenchère et transfert de gain à la cible. Le degré de compétition serait à son tour fonction de la réglementation instaurée par

³⁰ Offres où au moins quelques actions de la cible ont été acquises.

le gouvernement. L'adoption de la Williams Act³¹ en 1968 aurait influé, selon Jarrell et Bradley (1980), sur la division des gains. Les auteurs ont pu vérifier que puisque les initiatrices concurrentes peuvent obtenir et utiliser l'information fournie par l'initiatrice initiale, les gains de la cible haussent et ceux de l'initiatrice diminuent.

3. *Les piètres investissements des managers.* Les rendements faibles, voire négatifs, des initiatrices impliqueraient que les absorptions sont de mauvais investissements.

Pour tester les hypothèses ci-dessus, les auteurs voient les variables suivantes comme étant explicatives du gain total des OP: (1) la taille relative de la cible (mesurée par le log naturel du rapport de la taille de la cible sur celle de l'initiatrice); (2) le degré d'opposition des managers de la cible³²; et (3) la décennie d'occurrence vu leurs différences dans la réglementation. La première variable sert à vérifier l'hypothèse de l'effet voilé³³ et les deux dernières servent pour l'hypothèse de compétition. La répartition de l'échantillon selon ces trois variables est présentée au tableau 23.

Tableau 23
Statistiques descriptives de l'échantillon

Années (décennie)	Nombre d'OP	Nombre d'OP contestées (%)	Taille relative (Cible / initiatrice)	
			Moyenne	Médiane
1960	150	48 (32%)	6,55	0,37
1970	208	73 (35%)	0,55	0,17
1980	412	161 (39%)	3,19	0,21

Source : Jarrell et Poulsen (1989, p. 15)

Nous remarquons que la fraction des OP contestées devient plus importante au fil des décennies, confirmant la perception que les OP hostiles sont de plus en plus courantes. De plus, si on regarde la médiane (plutôt que la moyenne influencée par les

³¹ Voir les caractéristiques de cette loi dans la section 5.1.3

³² Une offre est considérée contestée si les managers de la cible s'opposent publiquement à l'offre.

³³ L'effet du mode de paiement n'est pas étudié ici, vu que la plupart des OP étaient financées en argent.

valeurs extrêmes), les cibles deviennent relativement plus petites dans le temps, ou encore, les initiatrices grossissent par rapport aux cibles.

Les auteurs ont par la suite calculé, pour chacune des firmes, les rendements anormaux cumulatifs (RAC) obtenus autour des annonces d'OP. Les résultats, tels qu'illustrés au tableau 24, indiquent que les initiatrices obtiennent en moyenne des RAC positifs significatifs mais faibles tandis que les cibles ont des RAC 22 fois meilleurs (28,99/1,29).

Tableau 24
Rendements anormaux cumulatifs (RAC) pour les firmes de l'échantillon

Période sous observation (jours)	RAC (%)	Statistique T	Nombre de firmes
Initiatrices			
▪ (-2, +1)	0,70	2,67	461
▪ (-5, +5)	0,92	2,36	461
▪ (-10, +20)	1,96	3,47	462
▪ (-10, +30)	2,15	3,49	462
▪ (-20, +10)	1,29	2,35	462
Cibles			
▪ (-20, +10)	28,99	30,50	526

Source : Jarrell et Poulsen (1989, p. 16)

Jarrell et Poulsen ont ensuite vérifié par régressions l'effet des trois variables explicatives (Taille, Opposition et Décennie) avec les résultats du tableau 25. On y donne des résultats pour des périodes plus ou moins étroites (de 4 jours boursiers à 31) autour de l'annonce d'offre, histoire de cerner la réaction complète à l'annonce mais pas au point de la voiler par des effets non reliés.

Tableau 25
Régressions expliquant les rendements anormaux cumulatifs (RAC)

Var. dépendante	RAC des initiatrices		RAC des cibles
	(-10, +20)	(-2, +1)	(-20, +10)
Origine	0,091* (6,30)	0,047* (6,62)	0,153* (5,14)
Log (Taille Cible/Init.)	0,019* (5,07)	0,007* (4,04)	-0,024* (-3,43)
Degré d'oppos. (1 ou 0)	-0,031* (-2,63)	-0,015* (-2,62)	0,035 (1,52)
Décennie 70 (1 ou 0)	-0,022 (-1,35)	-0,020* (-2,49)	0,143* (4,18)
Décennie 80 (1 ou 0)	-0,044* (-2,88)	-0,034* (-4,54)	0,104* (3,23)
R carré	0,096	0,107	0,093
Nb de firmes	404	403	356

* Significativement différent de zéro

NB: L'étude porte sur les décennies 80, 70 et 60, cette dernière étant traitée par défaut et incorporée dans le niveau à l'origine.

Source : Jarrell et Poulsen (1989, p. 17)

L'origine donne la moyenne des RAC lorsque les variables explicatives égalent zéro [$\log(\text{Taille relative}) = \log(1) = 0$, Degré d'oppos. = 0, Décennie 70 = 0, Décennie 80 = 0], signifiant ici que cible et initiatrice sont de même taille, l'OP n'est pas contestée et elle se produit, par défaut, dans la décennie 60. L'origine à 9,1% pour la période élargie (31 jours) du RAC de l'initiatrice (contre 4,7% pour les 4 jours entourant l'annonce) signale que : (1) dans les années 60, l'initiatrice de taille profitait bien de groupements amicaux, et, (2) d'autres informations favorables dans les jours (-10, -9, ..., 3, +2, +3, ..., +20) lui apportaient $(9,1 - 4,7 =) 4,4\%$ d'enrichissement de plus.

Le coefficient de la taille relative est positif et significatif pour les deux périodes de RAC de l'initiatrice, ce qui est compatible avec l'hypothèse que les gains des initiatrices sont dilués lorsque la cible est petite relativement à l'initiatrice. En effet, plus la cible est grosse par rapport à l'initiatrice, plus les RAC sont élevés.

Le coefficient d'opposition (1 ou 0) est négatif et significatif pour les deux périodes, indiquant que les initiatrices obtiennent des RAC plus faibles en présence d'opposition.

Les coefficients négatifs pour *Décennies* 70 (1 ou 0) et 80 (1 ou 0) indiquent que les RAC ont été alors significativement plus faibles, et en particulier dans les années 80. Ce résultat, combiné à celui de l'opposition, sont compatibles avec l'hypothèse de l'effet de la compétition.

Dans la colonne 3 du tableau 25, l'on voit une explication des RAC des cibles favorable à l'hypothèse que la compétition augmente la part du gain capté par la cible. En effet, l'opposition y a un coefficient positif tout comme les décennies 70 et 80 d'ailleurs (où la réglementation devenait plus favorable à la cible en exigeant plus des initiatrices), tandis que les RAC des cibles diminuent avec leur taille relative plus grande.

Il est saisissant de voir que les variables changent de signe selon que la firme est une cible ou une initiatrice. Dans l'ensemble, les résultats sont en accord avec les deux premières relations prédites, soit que les faibles rendements des initiatrices sont voilés par des effets de taille et de compétition. Les auteurs concluent d'ailleurs que les rendements des initiatrices obéiraient à des facteurs fondamentalement économiques. Il serait donc abusif d'imputer la faiblesse des gains de l'initiatrice en période d'offre au comportement fautif de ses managers. L'hypothèse que ceux-ci viseraient à enrichir optimalement leurs actionnaires n'est pas rejetable sur la base des résultats de Jarrell et Poulsen.

5.3.4 Les facteurs déterminant le partage du gain synergique: Bradley, Desai et Kim (1988)

Bradley et al. (déjà abordés en 5.1.3), tentent également d'identifier les facteurs du partage des gains synergiques entre les parties cible et initiatrice. Pour ce faire, ils ont effectué deux analyses; chronologique et sectorielle, la première sur les suites temporelles de rendements anormaux (RA et RAC) et la seconde par régression.

1. Analyse chronologique. Les RA et RAC des cibles (tableau 26) et des initiatrices (tableau 27) sont séparés selon que l'OP implique une ou plusieurs offres (163 OP simples et 73 OP multiples).

Tableau 26

Les RA et RAC des cibles sur 100 jours entourant l'annonce de 236 OP dont 163 simples et 73 multiples entre 1963 et 1984

Jour	OP simples (163)		OP multiples (73)		Toutes les OP (236)	
	RA	RAC	RA	RAC	RA	RAC
-20	-	-0,13	0,11	0,11	-0,05	-0,05
-15	-	0,38	-	1,46	-	0,70
-10	-	1,26	-	4,04	-	2,12
-5	0,21	3,01	0,60	6,12	0,33	3,97
-4	1,09	4,10	0,92	7,04	1,03	5,01
-3	0,98	5,08	1,09	8,13	1,01	6,02
-2	1,57	6,64	1,46	9,59	1,53	7,56
-1	2,63	9,27	2,27	11,86	2,51	10,07
0	14,67	23,95	14,12	25,98	14,50	24,57
1	4,71	28,66	4,42	30,40	4,63	29,19
2	0,79	29,44	0,81	31,21	0,79	29,99
3	0,69	30,14	0,96	32,17	0,77	30,76
4	0,13	30,27	1,79	33,96	0,65	31,41
5	0,05	30,33	0,88	34,85	0,31	31,71
10	-	30,46	-	37,82	-	32,72
15	-	30,40	-	40,94	-	33,63
20	-	29,17	-	41,70	-	33,02
30	-	27,84	-	44,92	-	33,19
40	-	26,65	-	46,12	-	32,85
50	-	25,80	-	45,47	-	32,06
60	-	26,04	-	44,70	-	31,95
70	-	26,14	-	44,26	-	31,87
80	-	24,65	0,46	45,50	-	31,28

Source : Bradley et al. (1988, p. 21)

On voit au tableau 26 que les 236 cibles en période d'offre bénéficient en moyenne de corrections boursières très élevées. En effet, les RAC sont de 28% [= 31,71 – (3,97 – 0,33)] entre les jours –5 et +5. Cela change peu avec les sous-échantillons d'offres simples et multiples. Et l'essentiel arrive au jour 0 (RA \cong 15% partout) ou avant. Ces OP enrichissent donc largement les actionnaires des cibles. La comparaison des offres simples et multiples révèle que lorsqu'une cible obtient une première offre, la réaction boursière ne dépend pas qu'elle sera suivie ou non par d'autres. C'est seulement lorsque ces offres subséquentes sont annoncées que des RA additionnels sont obtenus par la cible. Ces RA sont reflétés par la hausse graduelle des RAC dans l'échantillon des OP multiples, la différence de 20% entre les RAC des deux sous-échantillons au jour +40

étant significative. Nous constatons donc que les cibles obtiennent en moyenne (45 – 25 ⇒) 20% de plus avec des OP multiples.

Tableau 27

Les RA et RAC des initiatrices sur 100 jours entourant l'annonce de 236 OP dont 163 simples et 73 multiples entre 1963 et 1984

Jour	OP simples (163)		OP multiples (73)		Toutes les OP (236)	
	RA	RAC	RA	RAC	RA	RAC
-20	0,12	0,12	-0,07	-0,07	0,06	0,06
-15	-	0,20	-	-0,66	-	-0,06
-10	-	0,66	-	-0,05	-	0,44
-5	0,12	1,05	-0,30	0,23	-0,01	0,80
-4	0,04	1,09	-0,14	0,37	0,07	0,87
-3	0,50	1,59	0,34	0,71	0,45	1,32
-2	0,50	2,09	0,23	0,95	0,42	1,74
-1	0,19	2,29	-0,39	0,56	0,02	1,76
0	0,62	2,91	-0,65	-0,09	0,23	1,99
1	-0,16	2,75	-0,41	-0,51	-0,24	1,75
2	0,16	2,91	-0,33	-0,83	0,01	1,76
3	-0,24	2,67	-0,12	-0,96	-0,20	1,55
4	0,17	2,84	0,05	-0,91	0,13	1,69
5	-0,35	2,50	0,49	-0,43	-0,09	1,60
10	-	2,71	-	-1,13	-	1,53
15	-	3,33	-	-1,04	-	1,98
20	-	3,69	-	-0,17	-	2,51
30	-	3,29	-	0,56	-	2,46
40	-	2,97	-	0,64	-	2,26
50	-	2,70	-	0,42	-	2,00
60	-	2,73	-	0,61	-	2,09
70	-	2,22	-	-0,55	-	1,37
80	-	2,02	-	0,70	-	1,62

Source: Bradley et al. (1988, p. 23)

Pour les initiatrices, le jour 0 dans le tableau 27 coïncide avec l'annonce de leur offre initiale. Pour l'échantillon entier, les RAC entre les jours –5 et +5 sont de [1,60 – (0,80 – 0,01) ≅] 0,8% et non significatifs tandis qu'ils sont significatifs à 1,7% entre les jours –5 à +20. Ces résultats mixtes rendent difficile toute conclusion. En comparant les deux sous-échantillons, nous notons tout de même que les RAC entre les jours –5 à +20 des OP multiples sont négatifs mais non significatifs tandis que ceux des OP simples sont

positifs et significatifs. Donc, seules les OP simples seraient bénéfiques pour les initiatrices. Pour éclairer les choses, les auteurs ont divisé l'échantillon des OP multiples en deux catégories, la première comprenant 24 initiatrices d'offres initiales et la seconde comprenant 49 initiatrices d'offres ultérieures. Les résultats ont montré que la réaction du marché à la première catégorie est similaire à celle pour les OP simples (RAC de -5 à +1 de 2,0%) tandis que les RAC négatifs obtenus par la seconde (-2,5%) seraient reliés, d'après les auteurs, aux rendements négatifs obtenus par les chevaliers blancs (évoqués «white knight» dans notre chapitre 3 et ailleurs), indiquant que ceux-ci payent trop cher pour acquérir les cibles.

En bref, les résultats de l'analyse chronologique dévoilent que les OP multiples ont comme effet de hausser les rendements des cibles au détriment de ceux des initiatrices. De plus, les rendements des cibles et des initiatrices obtenus à l'annonce ne dépendraient pas du fait que l'OP soit simple ou qu'elle devienne éventuellement multiple. Ce n'est qu'avec les offres multiples qu'on observe encore plus de rendement pour les cibles mais une dissipation de valeur pour les initiatrices.

2. Analyse sectorielle. La régression suivante sert aux auteurs pour expliquer les RAC de l'offre et le partage des synergies en fonction de la réglementation, de la compétition et de la fraction des actions achetées par l'initiatrice :

$$Y = \text{RAC} = \gamma_0 + \gamma_1 T_1 + \gamma_2 T_2 + \gamma_3 M + \gamma_4 F + \text{erreur} \quad (1)$$

où : Y = Variable dépendante mesurée par les rendements anormaux cumulatifs (RAC), pour la cible c, l'initiatrice i et le portefeuille les combinant p, sur la période des offres allant de 5 jours avant l'offre initiale jusqu'à 5 jours après l'offre gagnante;

T₁ et T₂ = Variables binaires indiquant la période de survenance de l'OP et visant à tenir compte de l'effet de la Williams Act. (T₁ = 1 si l'offre est faite entre juillet 1968 et décembre 1980 et 0 autrement; T₂ = 1 si l'offre est faite après décembre 1980 et 0 autrement);

M = Variable de surenchère ou de compétition, (= 1 si l'OP est multiple et 0 autrement); et,

F = Variable représentant la fraction des actions acquise par l'initiatrice.

Les résultats, présentés au tableau 28, s'interprètent comme suit.

Tableau 28
Résultats des régressions liant les rendements anormaux cumulatifs (RAC) aux variables de l'équation (1) (Statistique t entre parenthèses)

Variable Y	$\hat{\gamma}_0$	$\hat{\gamma}_1$	$\hat{\gamma}_2$	$\hat{\gamma}_3$	$\hat{\gamma}_4$	Statistique F
RAC_c	0,098* (3,89)	0,080* (3,22)	0,053 (1,40)	0,130* (4,23)	0,167* (4,26)	14,84*
RAC_i	0,035* (2,65)	-0,025* (-2,07)	-0,055* (-3,43)	-0,017 (-1,32)	0,005 (0,27)	4,20*
RAC_p	0,069* (4,60)	-0,012 (-0,87)	-0,018 (-0,91)	0,024 (1,35)	0,006 (0,28)	0,66

NB: Les sous-indices c, i et p symbolisent cibles, initiatrices et portefeuilles les comprenant, dans l'ordre.

* significativement différent de zéro.

Source: Bradley et al. (1988, p. 26)

Les constantes obtenues (γ_0) indiquent que l'initiative OP d'avant 1968 (à offre unique et déclenchée sans capital déjà détenu) procurait de bons RAC tant pour la cible (9,8%*) que l'initiatrice (3,5%*). Selon les coefficients γ_1 et γ_2 , dans les années 70, puis 80, lorsque la réglementation devient plus exigeante pour les initiatrices, les cibles ont augmenté leurs gains (+ 8,0%* et + 5,3%) avec mouvement inverse, donc perdant, pour les initiatrices (-2,5%* et - 5,5%*). Les variables de surenchère (M) et de capital acquis (F) n'augmentent significativement que les RAC des cibles ($\gamma_3 = 13\%^*$ et $\gamma_4 = 16,7\%^*$).

Les résultats du tableau 29 corroborent les précédents et éclairent en particulier le sort des initiatrices des offres acceptées durant les décennies étudiées. Les OP multiples ont, encore plus que les simples, fait disparaître leurs gains au fil des décennies, mais en particulier dans les années 80.

Tableau 29
RA moyens des initiatrices d'offres acceptées par période et par type d'OP

	Sous-période			Total
	07-63 / 06-68	07-68 / 12-80	01-81 / 12-84	07-68 / 12-80
OP simples	4,62** N= 42	1,74* N= 93	-1,08 N= 28	2,00** N= 163
OP multiples	1,62 N= 9	0,27 N= 40	-5,10** N= 24	-1,33 N= 73
Total	4,09** N= 51	1,30 N= 133	-2,93** N= 52	0,97** N= 236

** (*) Significativement différent de zéro au niveau 0,01 (0,05)

Source: Bradley et al. (1988, p. 29)

Lors d'une étude antérieure, Bradley et al. (1983) avaient déjà trouvé que les initiatrices d'offres rejetées impliquées dans des OP multiples perdent en moyenne 8% de leur valeur. Ces résultats, combinés à ceux du tableau 29 pour leurs offres acceptées (RAC = -1,33%), impliquent qu'une initiatrice perd moins en réussissant dans une OP multiple qu'en échouant.

Bref, les résultats de l'analyse par régression viennent renforcer une conclusion tirée de l'analyse chronologique, soit que les rendements faibles des initiatrices lors des OP multiples seraient dus aux rendements négatifs obtenus par les chevaliers blancs payant trop pour l'absorption de la cible.

Post-scriptum sur le gain net du portefeuille de cibles et d'initiatrices (Les RAC_p du tableau 28). Seul γ_0 est significativement différent de zéro. Étant positif, il implique que les OP simples et non réglementées (avant 1968) augmentent la valeur combinée des firmes. Le coefficient γ_3 étant positif mais non significatif, il y a faible indice que la compétition entre les initiatrices apporte une certaine information bénéfique au groupement. Finalement, le fait que les coefficients γ_1 et γ_2 (liés aux périodes de survenance de l'OP) ne soient pas significatifs suggère que les effets de plus de réglementation, de financements faciles et d'opposition des managers de la cible tendent à s'annuler. En effet, les gains accrus des cibles ont été obtenus aux dépens de ceux des initiatrices.

En conclusion, Bradley et al. suggèrent que les opérations OP permettent de mieux canaliser les ressources des firmes et que, par conséquent, la réglementation devrait faciliter ces opérations.

5.3.5 Création et redistribution de richesse via fusions par échange d'actions de type congloméral: Maquieira, Megginson et Nail (1998)

L'objectif de l'étude de Maquieira et al. est d'examiner les changements de niveau de richesse dans les fusions n'impliquant aucun transfert d'argent, c'est-à-dire dans les fusions dont le mode de paiement utilisé est strictement un échange d'actions. Les effets sont examinés non seulement sur les actions ordinaires mais également en ce qui concerne les actions privilégiées non convertibles et convertibles et les obligations non convertibles et convertibles. L'emphase est mis ici sur l'effet sur les actions ordinaires.

La période sous étude est de deux mois avant l'annonce à deux mois après l'accomplissement de la fusion et l'échantillon est constitué de 260 cas de fusions, impliquant 520 firmes, annoncées au cours des années 1963 à 1995 et complétées pour le mois de mars 1996. Les auteurs ont divisé les transactions selon qu'elles sont de nature conglomérale ou non, et examiné les secteurs d'activités des firmes (via les codes SIC : Standard Industrial Classification). Si les firmes « en fusion » sont dans des secteurs différents, la fusion est dite conglomérale, et non conglomérale (voire unisectorielle) si elle combine des activités semblables. La question est de savoir si les fusions unisectorielles créent plus de valeur que les fusions conglomérales. Selon les auteurs, ces dernières ne permettraient aucune synergie d'exploitation. Toutefois elles apporteraient des bénéfices de type financier, notamment une meilleure capacité d'endettement et de financement interne. Des 260 fusions étudiées, 135 sont de type congloméral et leur importance relative diminue avec les années, comme nous pouvons le constater au tableau 30.

Tableau 30
Répartition des fusions par type et par année de leur annonce entre 1963 et 1995

Année	Total	conglomérat	%	non-conglomérat	%
1963	9	6	66,7	3	33,3
1964	10	7	70,0	3	30,0
1965	14	6	42,9	8	57,1
1966	18	13	72,2	5	27,8
1967	23	14	60,9	9	39,1
1968	21	10	47,6	11	52,4
1969	11	7	63,6	4	36,4
1970	16	9	56,3	7	43,8
1971	2	1	50,0	1	50,0
1972	9	7	77,8	2	22,2
1973	10	3	30,0	7	70,0
1974	5	3	60,0	2	40,0
1975	4	2	50,0	2	50,0
1976	6	2	33,3	4	66,7
1977	14	8	57,1	6	42,9
1978	3	1	33,3	2	66,7
1979	5	4	80,0	1	20,0
1980	6	5	83,3	1	16,7
1981	8	5	62,5	3	37,5
1982	8	5	62,5	3	37,5
1983	5	3	60,0	2	40,0
1984	5	3	60,0	2	40,0
1985	4	1	25,0	3	75,0
1986	8	2	25,0	6	75,0
1987	4	1	25,0	3	75,0
1988	1	0	0,0	1	100,0
1989	5	1	20,0	4	80,0
1990	4	1	25,0	3	75,0
1991	2	0	0,0	2	100,0
1992	3	1	33,3	2	66,7
1993	5	1	20,0	4	80,0
1994	6	3	50,0	3	50,0
1995	6	0	0,0	6	100,0
Total	260	135	51,9	125	48,1

Source: Maquieira et al. (1998, p. 10)

Les auteurs ont établi les rendements anormaux des fusions (RAF) sur les 4 mois centrés sur la date d'annonce avec les résultats donnés au tableau 31. On y voit que les actionnaires ordinaires combinés des fusions conglomérales gagnent peu en moyenne

(RAF = 3,28%) mais significativement plus (8,58%) s'il s'agit de fusions unisectorielles (non conglomerales). Si on isole les actionnaires de l'initiatrice, on voit qu'ils sont plutôt perdants (-4,79%) en cas de fusion conglomerale mais significativement gagnant (6,14%) en cas de fusion unisectorielle. Quant aux actionnaires ordinaires des cibles, ils sont très fortement gagnants (d'environ 40%) quel que soit le type de fusion. Ici encore les initiatrices écopent en moyenne, les cibles engrangent. Ce n'est pas un résultat nouveau.

Un pattern de gains semblables est observé pour les autres titres des firmes fusionnées, sauf pour les obligations convertibles qui profitent beaucoup des deux types de fusion.

Les deux dernières lignes du tableau 31 synthétisent les effets globaux des fusions. Elles donnent la mesure du gain synergique net créé par ces opérations d'échange d'actions. Les fusions unisectorielles obtiennent des gains synergiques moyens et médians significativement supérieurs à ceux, non significatifs, des fusions conglomerales. De plus, moins de la moitié (48,2%) des fusions conglomerales ont créé des gains synergiques nets, tandis que près des deux tiers (64,0%) des unisectorielles ont créé de la richesse.

En bref, il est notable que les fusions unisectorielles par échange d'actions créent plus de valeur pour les firmes combinées que les fusions conglomerales. De plus, les cibles semblent encore une fois aptes à capturer une plus grande portion de cette valeur créée.

Tableau 31
Rendements anormaux des fusions, conglomerales ou non, dans la période 1963-96^a

Titres et sous-échantillons	Nombre observations	Moyenne (%)	Médiane (%)	% positif
Actions ordinaires				
Conglomerales	135	3,28	1,98	56,3
▪ Initiatrices	47 ^b	-4,79	-7,36	36,2*
▪ Cibles	47 ^b	41,65**	38,79**	83,0**
Non conglomerales	125	8,58**	8,55**	66,4**
▪ Initiatrices	55	6,14**	4,64**	61,8
▪ Cibles	55	38,08**	24,33**	80,0**
Actions privilégiées non convertibles				
Conglomerales	38	4,00	3,82	76,3**
▪ Initiatrices	37	3,55	3,78	75,7**
▪ Cibles	1	20,31	20,31	100
Non conglomerales	40	6,11**	7,78**	75,0**
▪ Initiatrices	26	5,47**	7,41	65,4
▪ Cibles	14	7,30**	8,14**	92,9**
Actions privilégiées convertibles				
Conglomerales	36	2,15	-0,20	36,1
▪ Initiatrices	32	2,04	-0,20	34,4
▪ Cibles	4	3,10	2,27	50,0
Non conglomerales	16	26,33**	17,25	68,8
▪ Initiatrices	15	24,30**	14,18	66,7
▪ Cibles	1	56,33	56,33	100
Obligations non convertibles				
Conglomerales	253	0,44	0,28	53,0
▪ Initiatrices	222	0,33	0,24	52,3
▪ Cibles	31	1,22	3,89	51,6
Non conglomerales	282	1,44**	0,82**	59,6**
▪ Initiatrices	189	1,90**	1,39**	64,0**
▪ Cibles	93	0,50	0,24	50,5
Obligations convertibles				
Conglomerales	42	20,92**	9,48**	69,0**
▪ Initiatrices	31	22,15**	10,71*	67,7**
▪ Cibles	11	17,44*	8,28	72,7
Non conglomerales	25	17,51**	9,04**	68,0
▪ Initiatrices	14	12,45	4,00	50,0
▪ Cibles	11	23,94**	16,41**	90,0**
Gains synergiques nets				
Conglomerales	135	3,91	1,25	48,2
Non conglomerales	125	6,91**	6,79**	64,0**

** (*) Significativement différent de zéro au seuil de 1% (de 5%)

^a La période d'annonce finit en 1995, mais plusieurs fusions sont complétées en 1996.

^b Données nécessaires disponibles à partir de 1977, notamment les ratios d'échange d'actions nécessaires au calcul des RAF séparées pour les actions ordinaires des deux parties et pour les actions des firmes combinées.

Source: Maquieira et al. (1998, p. 13-14)

Maquieira et al. ont voulu approfondir, via régressions linéaires, leur explication des différences de performance observées pour les parties aux fusions.

Dans leurs régressions pour les cibles et les initiatrices prises isolément, puis globalement, la performance anormale Y (donnée par les RAF en cause) est expliquée par :

X_1 [= Nature de la fusion : 1 = unisectorielle, 0 = conglomérale];

X_2 [= Occurrence avant la Williams Act en 1968 = 1, etc.];

X_3 [= Occurrence après 1980 = 1, etc.];

X_4 [= Appartenance des titres = 1 s'il s'agit de la cible, etc.];

X_5 [=Variation attendue dans le « levier » ou l'endettement relatif : Dette/Capital propre];

X_6 [= Changement attendu dans la variance du rendement des titres].

NB : X_5 est là pour tenir compte du changement du risque financier que signifie la fusion pour le détenteur du titre offert ou reçu en échange.

Les RAF des fusions prises globalement selon la régression (1) du tableau 32 n'ont que X_1 , le type de fusion, comme variable significative; son β_1 indique que la fusion unisectorielle ajoute 6,2% en moyenne au gain, ou RAF, dans la période globale de 1963-96. Selon la régression (2), les RAF de la période 1977-96 (durant laquelle on disposait des ratios d'échange pour calculer séparément les gains des parties), n'ont que X_4 , l'identité du bénéficiaire des RAF (cible ou initiatrice), comme variable significative. Son β_4 indique un gain de 38% en moyenne si c'est une cible. Selon la régression (3) visant à expliquer les RAF des initiatrices prises isolément, le type de fusion X_1 importe (il ajoute 8% du gain), de même que la variation du levier ou ratio d'endettement X_5 subie par l'initiatrice. Selon son β_5 , une hausse unitaire du levier la pénaliserait de -51% et une variation plus plausible de $\pm 0,2$ signifierait -10,2% ou +10,2% pour les RAF. Selon la régression (4) pour expliquer les RAF des cibles prises isolément, seule la constante avec ses 43,6% de gain est significative. Les faibles R^2 des régressions (3) et

(4) indiquent que les modèles en cause ont un pouvoir explicatif limité, même s'ils donnent des indications intéressantes. On aura noté par ailleurs que le changement dans la variance du rendement de la cible ou de l'initiatrice (X_6) en période de fusion n'influe nulle part significativement sur les RAF, comme si le marché n'accordait que peu de valeur à cette variation.

Contrairement aux résultats de Bradley et al. (1988) pour les OP, ceux de Maquieira et al. pour les fusions indiquent que la réglementation n'a pas d'effet sensible sur les rendements (les β_2 et β_3 du tableau 32 n'étant jamais significatifs). Se pourrait-il que les OP soient plus sensibles à la réglementation que ne le sont les fusions par échanges d'actions?

Les auteurs concluent notamment que les fusions conglomerales ne créent pas grand valeur. Au mieux, elle n'en détruisent pas. En revanche, les fusions unisectorielles créent de la valeur et pour les cibles et pour les initiatrices. Le message pour les initiatrices de fusion serait d'opter pour des fusions unisectorielles.

Tableau 32

Explication des rendements anormaux des actions ordinaires « sous fusion » selon la régression

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_6 X_6 + \text{erreur}$$

Y = RAF	N	Constante α	Type de fusion β_1	Avant 1968 β_2	Après 1980 β_3	Cible ou pas β_4	Variation d'endette- ment β_5	Changement de variance β_6	R ² ajusté	Stat F
Cib. + Init. 1963-96	260	0,031	0,062*	-0,007	-0,019	-	-	-	0,011	1,96
Cib. + Init. 1977-96^a	204	0,037	0,080	-	-0,083	0,381*	-0,231	3,289	0,207	11,58*
Initiatrices 1977-96	102	0,032	0,080*	-	-0,065	-	-0,510*	5,099	0,034	1,88
Cibles 1977-96	102	0,436*	-0,021	-	-0,091	-	-0,201	3,247	0,025	0,39

^a À partir de 1977 les auteurs ont pu obtenir les ratios d'échange d'actions pour toutes les fusions.

Source: Maquieira et al. (1998, p. 24)

5.3.6 Rendements des initiatrices selon leur fréquence d'acquisition: Loderer et Martin (1990)

Les initiatrices de l'échantillon de Loderer et Martin (dont l'étude a été traitée plus tôt) diffèrent en ce qui concerne leur fréquence d'acquisition. Comme l'indique le tableau 33, environ 39% des initiatrices se contentent d'une seule acquisition, la majorité (environ 61%) étant impliquées dans deux ou plus³⁴.

Tableau 33
Fréquence d'acquisition des initiatrices dans l'échantillon (1966-1984)

Nombre de transactions	Nombre d'initiatrices	Pourcentage	Pourcentage cumulatif
1	596	38,8	38,8
2	284	18,5	57,3
3	175	11,4	68,7
4	128	8,3	77,0
5	89	5,8	82,8
6	66	4,3	87,1
7	52	3,4	90,5
8-10	74	4,8	95,3
11-15	53	3,4	98,7
16 et plus	21	1,4	100,0
Total	1538	100,0	

Source: Loderer et Martin (1990, p. 21)

Puisqu'il est fréquent que des initiatrices annoncent la mise en œuvre d'un programme d'acquisitions, il se pourrait que leurs rendements positifs, détectés par Loderer et Martin lors de l'annonce, reflètent la capitalisation par le marché des futures annonces. En effet, si les acquisitions s'avèrent rentables et s'il y a anticipation de la part du marché, les initiatrices à fréquence d'acquisition supérieure à 1 devraient obtenir des rendements positifs plus élevés lors de l'annonce de leur première d'une série d'acquisitions, et des rendements plus faibles pour leurs annonces subséquentes. Les résultats sont présentés au tableau 34.

³⁴ Pour identifier une série d'acquisitions, les auteurs ont retracé l'historique de chacune des firmes depuis janvier 1966. Une série commence et se termine après 2 ans ou plus d'abstention. Seules les acquisitions de plus de 5% de la valeur de la cible sont prises en compte.

Tableau 34
Effet d'annonce (RAC en %) selon la fréquence d'acquisition et le rang dans la série d'acquisition

Nombre d'acquisitions dans la série	Rang de l'acquisition dans la série					
	1 ^{ère}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	5 ^e	6 ^e -10 ^e
1	0,98	-	-	-	-	-
2	0,64	-0,26	-	-	-	-
3	1,03	0,72	-0,08	-	-	-
4	2,15	2,36	1,16	0,16	-	-
5	0,75	3,50	1,20	-0,62	-0,25	-
6-10	4,99	1,77	3,49	-0,63	-3,58	0,48
Toutes les firmes	0,96	0,20	0,32	-0,04	-1,20	0,48

Source: Loderer et Martin (1990, p. 29)

Tel que prédit, la première annonce d'une série signifie un gain moyen plus élevé de 0,96% contre 0,20% pour la seconde, 0,32% pour la troisième, etc.. De plus, l'acquisition isolée, peut-être parce que plus inattendue, procure un gain plus positif (0,98%) que si elle est première d'une série de deux (0,64%). Pourtant, la première d'une série de trois rapporte plus (1,03%) que la première de deux (0,34%), etc.. (NB: Il est plutôt oiseux «d'hypothéser» à ce sujet).

Dans l'ensemble, les résultats indiquent que les acquisitions sont bénéfiques pour les initiatrices, mais que les anticipations du marché face aux séries d'acquisitions rendent plus difficile l'interprétation des rendements obtenus.

5.3.7 Utilisation de paiements conditionnels ou contingents : Ang et Kohers (2000)

Dans cette étude assez unique, on aborde les offres de groupement à paiements conditionnels et le contexte où elles se justifient.

Typiquement, dans de telles offres, le paiement a une composante sûre (versée au moment du groupement) et une ou des composantes subséquentes qui sont versées conditionnellement à l'atteinte par la cible de performances prédéterminées selon les

échéances prévues au contrat. Deux contextes, parmi d'autres, sont propices à de telles offres : là où l'asymétrie d'information est forte et là où la rétention du capital humain importe.

D'une part, le paiement conditionnel surviendrait là où l'initiatrice ne maîtrise pas l'information sur la cible (un problème d'asymétrie d'information), sa prudence l'amenant à investir « moins d'abord puis plus si... ». Ainsi, le paiement initial s'accorde à la portion de la transaction sur laquelle les parties s'entendent. L'importance et la chronologie des versements conditionnels sont fonction de l'ampleur du désaccord. L'initiatrice ayant des attentes pessimistes quant au sort de la cible ne versera que le montant initial si ses attentes se réalisent et un ou des surcroûts si elles sont dépassées, d'où l'élimination du risque d'une surévaluation initiale. Par ailleurs, l'offre conditionnelle constitue un mécanisme d'autorévélation pour la cible puisque seule celle confiante dans ses valeurs et potentiel supérieurs va l'accepter.

D'autre part, le paiement conditionnel surviendrait là où il importe de retenir les managers de la cible, soit le capital humain. Ces managers, avec des connaissances et expertises précieuses, voient leur valeur incluse dans la prime. Le paiement devient ainsi conditionnel à leur rétention, tel un bonus différé. En même temps, les managers peuvent devenir des «otages» de l'initiatrice, les paiements conditionnels étant liés à leur gestion irréprochable durant la période contractuelle.

De ce qui précède, on peut deviner que les offres conditionnelles viennent d'initiatrices s'intéressant à des cibles à grand potentiel de croissance (donc petites en actifs corporels) et au capital humain critique, donc des cibles à profil technologique, bioindustriel, etc., qui posent d'ordinaire un grand problème d'information pour des initiatrices ayant du capital de risque à investir.

Mentionnons que les contrats conditionnels sont onéreux à réaliser et à suivre, en particulier là où des tierces parties sont présentes.

À partir de 938 opérations de groupement conditionnel des années 1984 à 1996, les auteurs montrent que 66% des contrats impliquent des cibles privées, donc hors cote, et 29% de cibles-filiales délestées par les sociétés-mères. De plus, la majorité des cibles-filiales délestées et des cibles privées évoluent dans des secteurs différents autres que celui de l'initiatrice (65% et 75% respectivement). Le tableau 35 résume ces statistiques.

Tableau 35
Statistiques descriptives des groupements conditionnels

A. Deux sous-échantillons de groupements par types de cibles						
	Cibles-filiales délestées		Cibles privées			
Nombre de groupements à paiements conditionnels	275		620			
% de l'échantillon entier de groupements à paiements conditionnels	29,32%		66,10%			
Valeur moyenne du groupement (millions \$)	82,60		23,20			
➤ N	245		551			
Valeur moyenne du paiement contingent (millions \$)	27,20		10,40			
➤ N	149		373			
Prime médiane (et moyenne) en % de la valeur au livre de la cible si le paiement est :						
➤ Conditionnel (;N)	3,45 (5,38); 20		5,60 (10,16); 104			
➤ En argent (;N)	1,80 (4,21); 291		2,20 (5,54); 283			
➤ En actions (;N)	2,00 (7,04); 41		2,30 (6,42); 379			
B. Types de cibles et leur industrie						
	Cibles-filiales délestées		Cibles privées		Toutes	
	N	%	N	%	N	%
Groupements avec cibles technologiques	47	17,10	157	25,32	204	21,70
Groupements d'initiatrice avec cible de secteur différent	179	65,09	463	74,68	642	68,44
Groupements avec cibles étrangères	49	17,82	119	19,19	168	17,91

Source: Ang et Kohers (2000, p. 452-453)

Les auteurs trouvent, via des tests confirmatifs, que le paiement conditionnel serait surtout offert à des cibles privées de petite taille et à des filiales délestées évoluant en haute technologie et met en jeu, pour l'essentiel, des cibles et initiatrices de secteurs différents, les cibles devenant, par manque d'intégration, des filiales sous la haute surveillance nécessaire aux décisions de paiements conditionnels. Il semble que le

bénéfice inhérent aux paiements conditionnels ne proviendrait pas seulement de la résolution des divergences d'évaluation. En effet, les cibles en cause obtiendraient des primes significativement plus élevées que les cibles d'offres classiques. Le tableau 35 donne d'ailleurs la valeur des ratios «prix total offert / valeur au livre de la cible», le prix total offert incluant le montant entier du paiement contingent potentiel. Il importe toutefois d'ajouter que le paiement total prévu (à composante conditionnelle) n'est pas toujours entièrement versé. En moyenne, les cibles ne recevraient que 62% du montant conditionnel et, dans 46% des cas, elles recevraient le montant entier. Les résultats montrent aussi que la prime est plus élevée pour les cibles privées que pour les cibles-filiales délestées. Ceci pourrait s'expliquer par l'hypothèse que ces dernières sont délestées en raison d'une performance insuffisante. En plus de mesurer le niveau de la prime, les auteurs ont vérifié si les sociétés-mères des filiales délestées sont avantagées par les paiements conditionnels prévus. Ils ont observé des RAC moyens (2,7%) sur deux jours significatifs pour 111 de ces firmes. Ces RAC sont supérieurs à ceux obtenus par ce même type de firmes lors d'offres classiques. Il y a indice que le marché valorise davantage les actions des cibles recevant des offres conditionnelles.

Le paiement conditionnel créerait également un surcroît de valeur pour les initiatrices. Au tableau 36, on voit qu'à peu près partout les RAC des initiatrices à paiements conditionnels sont supérieurs aux RAC des initiatrices plus classiques.

Tableau 36
RA (en %) pour les initiatrices selon le mode de paiement et le type de cible

A. Initiatrices visant des cibles privées			
Jour ^a	Paiement conditionnel	Paiement en argent	Paiement en actions
0	1,348**	0,867**	0,868**
1	0,823**	0,933**	0,258*
De -15 à +15	5,39	1,45	1,13
B. Initiatrices visant des cibles-filiales délestées			
0	1,436**	1,021**	1,848**
1	0,676**	0,447**	1,830*
De -15 à +15	2,69	1,52	1,96

^a Le jour 0 est le jour de l'annonce de l'offre de groupement

** (*) Significatif au niveau de 0,01 (0,10)

Source: Ang et Kohers (2000, p. 463-464)

Donc, pour les jours 0 et 1 de l'annonce du groupement, les initiatrices à paiements conditionnels sont plus gagnantes en bourse. Le tableau parle de lui-même. Cependant, un test plus rigoureux consiste à vérifier si le paiement conditionnel implique des RA plus élevés lorsque ce type de paiement s'avère un choix approprié par rapport au type de firme ciblée. Le tableau 37 montre les RA selon le mode de paiement pour les cibles de groupements dont l'asymétrie d'information est la plus élevée, donc les firmes privées, selon leur secteur.

Tableau 37

RAC sur 2 jours (jours 0 et 1) des initiatrices de groupements à haut niveau d'asymétrie d'information, donc des cibles privées, selon le secteur et la taille

	Haute technologie	Services	Industries différentes (cible vs initiatrice)	Pays différents (cible vs initiatrice)
CAR moyen des initiatrices				
▪ Paiement conditionnel (N)	2,56*** (157)	2,85*** (129)	2,41*** (287)	2,08*** (55)
▪ Autre Paiement (N)	1,01*** (738)	0,89*** (538)	1,43*** (1982)	-0,25 (76)
▪ Différence	1,55**	1,96**	0,98**	2,33***
CAR moyen des initiatrices de petite taille				
▪ Paiement conditionnel	2,90***	3,10***	2,70***	-
▪ Autre Paiement	1,33***	1,21***	1,33***	-
▪ Différence	1,57*	1,89**	1,37***	-

*** (** et *) Significatif au niveau de 0,01 (0,05 et 0,10)

Source: Ang et Kohers (2000, p. 465)

Dans l'ensemble, le paiement conditionnel permet des gains significativement supérieurs pour les initiatrices de groupements visant des cibles privées. Les résultats pour les cibles-filiales délestées ne sont pas donnés par les auteurs. Néanmoins, ils mentionnent qu'ils sont moins remarquables, les différences entre les RA n'étant pas

significatives. L'utilisation des paiements conditionnels serait moins nécessaire pour les cibles citées pour lesquelles les problèmes d'asymétrie d'information et de rétention de managers sont moindres.

Finalement, l'analyse post-groupement indique que sur 79 cas (aux données disponibles), 91% des cibles ont reçu le paiement en entier ou en partie, et 46% en entier. De plus, les cibles obtiendraient en moyenne 62% du paiement promis. Les auteurs mentionnent aussi qu'un pourcentage élevé (66%) des managers des cibles visées par la stratégie de rétention restent après la période du contrat et que dans 97% de ces cas, la cible a reçu partiellement ou entièrement le paiement conditionnel. Donc, celui-ci serait efficace pour retenir le capital humain clé. De plus, les gains boursiers obtenus à l'annonce de groupement par des initiatrices recourant aux paiements conditionnels ne seraient pas renversés à long terme, soit dans les trois années suivant l'absorption.

En conclusion, le paiement conditionnel semble utile pour résoudre des problèmes d'évaluation de cibles liés à l'asymétrie d'information et à la rétention des managers clés. De plus, il permettrait aux cibles et aux initiatrices d'obtenir des performances boursières plus élevées.

5.3.8 Les rendements des initiatrices selon le motif stratégique, le mode de paiement, la compétition, le type de transaction et la taille relative: Walker (2000)

Walker (2000) tente ici de mesurer les rendements des initiatrices selon plusieurs variables: le motif stratégique du groupement³⁵, le mode de paiement, la compétition, le type de transaction et la taille relative. Pour ce faire, il a utilisé un échantillon de 278 transactions effectuées entre 1980 et 1996 pour lesquelles chaque initiatrice est pairée à une firme neutre de référence. La firme de référence doit avoir les mêmes quatre premiers chiffres de code SIC (Standard Industrial Classification) que l'initiatrice et une taille semblable.

³⁵ Les motifs stratégiques et leurs sources sont celles données en 4.1.3 pour l'étude de Walker sur les motivations.

Afin de mesurer la performance boursière des initiatrices, Walker étudie une période de cinq jours, soit deux jours avant l'annonce du groupement dans le *Wall Street Journal* à deux jours après, et il utilise les rendements anormaux cumulatifs (RAC) ajustés par rapport au marché (RACM) et les RAC ajustés par rapport à la firme de référence (RACR). Les formules pour ces rendements sont les suivantes:

$$RACM_i = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{mt})$$

$$RACR_i = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{jt})$$

où

$RACM_i$ = RAC, ajustés par rapport au marché, de la firme i sur la période $t=-2$ à $t=+2$ jours

$RACR_i$ = RAC, ajustés par rapport à la firme de référence, de la firme i sur la période $t=-2$ à $t=+2$ jours

R_{it} = Rendement de la firme i le jour t

R_{mt} = Rendement de l'indice du CRSP (Chicago Center for Research in Security Prices) le jour t

R_{jt} = Rendement de la firme de référence le jour t

Les résultats sont résumés aux tableaux 38 et 39.

Les résultats selon les RACM montrent que les initiatrices de l'échantillon entier ont une perte significative de $-0,84\%$. De plus, les rendements négatifs sont tous significatifs, contrairement aux rendements positifs qui ne le sont jamais. Nous remarquons aussi que les initiatrices obtiennent de meilleurs rendements pour les groupements de firmes reliées, lors des OP, quand elles paient en argent et lorsque le motif en est un de d'expansion géographique ou de hausse des parts de marché. Les résultats selon les RACR sont semblables mais moins significatifs. La principale différence est au niveau des rendements de l'échantillon entier, lesquels sont négatifs mais non significativement différents de zéro.

Tableau 38

Rendements anormaux cumulatifs par rapport au marché (RACM) pour la période $t=-2$ à $t=+2$ autour de la date de l'annonce.

Caractéristiques ^a	N	RACM moyen (%)	% positifs	RACM maximum (%)	RACM median (%)	RACM minimum (%)
Échantillon entier	278	-0,84*	41,4***	43,99	-1,40	-24,30
Groupements de firmes reliées ^b	129	0,02	47,3	43,99	-0,37	-19,88
Groupements de firmes non reliées	149	-1,60***	36,2***	19,39	-1,86	-24,30
Expansion géographique	27	2,55	59,2	43,99	1,86	-11,43
Élargissement de la gamme de produit	50	-1,46	38,0*	18,27	-1,54	-13,55
Augmentation des parts de marché	37	1,53	56,7	15,54	0,94	-9,54
Intégration verticale	47	-1,02	40,4	13,28	-2,23	-19,88
Diversification horizontale synergique	53	-3,35***	24,5***	12,23	-3,42	-24,30
Diversification horizontale	64	-0,97	42,2	19,39	-1,12	-14,09
Païement en argent ^c	159	0,52	49,1	43,99	-0,17	-24,30
Païement en actions	80	-3,28***	27,5***	19,39	-4,13	-19,88
Fusion	230	-1,13**	40,4***	43,99	-1,72	-24,30
OP	48	0,51	45,8	18,27	-0,68	-11,05

^a Les motifs stratégiques, leurs définitions et leurs sources ont été donnés en 4.1.3.

^b Initiatrice et cible sont reliées si les 2 premiers chiffres de code SIC sont les mêmes.

^c Il y a 39 groupements dont le mode de paiement est mixte (combinaison d'argent et d'actions).

*** (** et *) Significatif au niveau de 0,01 (0,05 et 0,10)

Source: Walker (2000, p. 60)

Tableau 39
Rendements anormaux cumulatifs de référence (RACR) pour la période t=-2 à t=+2
autour de la date de l'annonce

Caractéristiques ^a	N	RACR moyen (%)	% positifs	RACR maximum (%)	RACR median (%)	RACR minimum (%)
Échantillon entier	278	-0,77	46,4	28,14	-0,81	-30,92
Groupements de firmes reliées ^b	129	-0,16	46,5	28,14	-0,89	-18,75
Groupements de firmes non reliées	149	-1,29*	46,3	23,59	-0,73	-30,92
Expansion géographique	27	0,84	44,4	23,12	-2,34	-10,90
Élargissement de la gamme de produit	50	-1,04	40,0	28,14	-1,35	-18,75
Augmentation des parts de marché	37	0,92	62,2	17,34	0,99	-10,23
Intégration verticale	47	-0,37	44,7	23,59	-1,46	-17,41
Diversification horizontale synergique	53	-3,43***	35,8**	18,78	-1,72	-30,92
Diversification horizontale	64	-0,30	53,1	18,49	0,58	-19,35
Païement en argent ^c	159	-0,01	49,1	28,14	-0,11	-30,92
Païement en actions	80	-2,00**	38,8**	18,78	-2,44	-20,60
Fusion	230	-0,93*	46,1	28,14	-1,10	-30,92
OP	48	0,01	47,9	23,59	-0,32	-15,79

^a Les motifs stratégiques, leurs définitions et leurs sources ont été donnés en 4.1.3.

^b Initiatrice et cible sont reliées si les 2 premiers chiffres de code SIC sont les mêmes.

^c Il y a 39 groupements dont le mode de paiement est mixte (combinaison d'argent et d'actions).

*** (** et *) Significatif au niveau de 0,01 (0,05 et 0,10)

Source: Walker (2000, p. 61)

Walker a également testé son hypothèse explicative de RACM des initiatrices, à savoir :

$$RCAM_i = \beta_0 + \beta_1 (\text{Géographique}_i) + \beta_2 (\text{Produit}_i) + \beta_3 (\text{Marché}_i) + \beta_4 (\text{Verticale}_i) + \beta_5 (\text{Horizontale synergique}_i) + \beta_6 (\text{Argent}_i) + \beta_7 (\text{Actions}_i) + \beta_8 (\text{OP}_i) + \beta_9 (\text{Firmes reliées}_i) + \beta_{10} (\text{Multiple}_i) + \beta_{11} (\text{Taille}_i) + \varepsilon_i$$

Les cinq premières variables binaires représentent les motifs stratégiques. Les autres sont définies comme suit:

Argent _i	= 1 si payé entièrement en argent, 0 autrement
Actions _i	= 1 si payé entièrement en actions, 0 autrement
OP _i	= 1 pour une OP, 0 autrement
Firmes reliées _i	= 1 pour un groupement entre firmes reliées, 0 autrement
Multiple _i	= 1 s'il y a présence de multiples offres, 0 autrement
Taille _i	= Taille relative de la transaction (valeur de la transaction / capitalisation de l'initiatrice) trois mois avant l'annonce de la transaction)

La même régression a été effectuée avec les RACR comme variable dépendante. Les résultats sont montrés au tableau 40. La régression 1 utilise uniquement les variables reliées aux motifs, la seconde exclut les variables reliées à des motifs et la troisième les utilise toutes. La même technique est utilisée pour les régressions 4, 5 et 6 avec les RACR.

La régression 1 indique que les motifs stratégiques d'expansion géographique et d'augmentation des parts de marché sont les plus profitables. La régressions 2 montre que le mode de paiement en argent est plus rentable ainsi que les groupements de firmes reliées. Également, plus la taille de la transaction est grande par rapport à celle de l'initiatrice, plus cette dernière obtient une bonne performance. La régression 3, combinant motif et autres caractéristiques des offres, confirme les mêmes résultats. Avec les régressions 4, 5 et 6 explicatives des RACR, le pouvoir explicatif du modèle diminue mais les résultats vont dans le même sens, quoique moins significatifs.

En bref, il semblerait que les initiatrices ne gagnent guère en bourse lors des groupements. Walker est d'avis que les managers des initiatrices devraient considérer des options aux groupements, comme des alliances stratégiques et des coentreprises, si elles tiennent à optimaliser le rendement de leurs actionnaires.

Tableau 40
Variables déterminant la performance des initiatrices de groupements

	RACM			RACR		
	1	2	3	4	5	6
Origine	-0,0097	-0,0263**	-0,0235*	-0,0030	-0,0256*	-0,0185
Expansion géographique	0,0352**	-	0,0385**	0,0114	-	0,0135
Élargissement de la gamme de produit	-0,0049	-	-0,0025	-0,0073	-	-0,0063
Augmentation des parts de marché	0,0250*	-	0,0248	0,0122	-	0,0119
Intégration verticale	-0,0005	-	0,0025	-0,0007	-	0,0020
Diversification horizontale synergique	-0,0238*	-	-0,0190	-0,0312**	-	-0,0271*
Argent	-	0,0217*	0,0238*	-	0,0159	0,0175
Actions	-	-0,0177	-0,0160	-	-0,0032	-0,0014
OP	-	-0,0072	-0,0104	-	-0,0091	-0,0115
Firmes reliées	-	0,0159*	-	-	0,0104	-
Multiplés initiatrices	-	-0,0154	-0,0132	-	-0,0079	-0,0070
Taille	-	0,0086***	0,0081***	-	0,0089***	0,0085***
F	3,35***	5,50***	4,70***	1,71	2,38**	2,05**
R ² ajusté	0,04	0,09	0,12	0,01	0,03	0,04

*** (** et *) Significatif au niveau de 0,01 (0,05 et 0,10)

Source: Walker (2000, p. 62)

5.3.9 Les rendements des cibles et de leurs rivales lors des OP non réussies: Akhigbe, Borde et Whyte (2000)

Akhigbe et al. vérifient l'impact des offres non réussies sur les gains boursiers des cibles et de leurs rivales pour 192 groupements de la période 1987-96. Les rivales sont celles du même secteur de la cible, d'après Value Line. Les RAC sont calculée autour de l'annonce de l'offre et de son échec, les résultats étant donnés aux tableaux 41 et 42.

Tableau 41
RAC des cibles et leurs rivales autour de l'annonce de l'offre de 192 groupements de 1987-96

A. Cibles		
Période	RAC (%)	% positifs
[-1, 0]	17,40***	89***
[-1, +1]	16,86***	87***
B. Rivales		
Période	RAC (%)	% positifs
[-1, 0]	0,29***	58***
[-1, +1]	0,28**	59***

*** (**) Significatif au niveau de 0,01 (0,05)

Source: Akhigbe et al. (2000, p. 109)

Tableau 42
RAC des cibles et leurs rivales autour de l'annonce de l'échec de 192 groupements de 1987-96

A. Cibles		
Période	RAC (%)	% positifs
[-1, 0]	-4,94***	29***
[-1, +1]	-4,83***	33***
B. Rivales		
Période	RAC (%)	% positifs
[-1, 0]	0,33***	55***
[-1, +1]	0,41***	57***

*** (**) Significatif au niveau de 0,01 (0,05)

Source: Akhigbe et al. (2000, p. 110)

Les résultats indiquent que cibles et rivales obtiennent des RAC significativement positifs à l'annonce de l'offre. Par contre, à l'annonce de l'échec, les cibles obtiennent des RAC significativement négatifs, mais non suffisants pour éliminer entièrement les RAC positifs de l'annonce. Les rivales obtiendraient des rendements significativement positifs non seulement à l'annonce mais aussi à l'échec de l'offre. La source de ces gains serait une hausse de la probabilité qu'elles deviennent également des cibles. En effet, lorsque les initiatrices ne réussissent pas à atteindre la cible visée initialement, il y a plus de chances qu'elles tenteront d'en acquérir une seconde. Étant reconnu que les cibles obtiennent des rendements anormaux élevés lors de l'annonce d'une offre à leur égard, les rivales voient le cours de leurs actions s'élever avec la probabilité de devenir ciblées.

Les auteurs ont effectué une régression (modèle 1) testant la relation entre les RAC des firmes rivales et six variables reliées à la probabilité d'occurrence d'un groupement, et une septième mesurant la concentration au sein de l'industrie:

$$\text{RIVRAC}_i = \alpha_0 + \beta_0 \text{SUBACQ}_i + \beta_1 \text{TAILLE}_i + \beta_2 \text{PREMIÈRE}_i + \beta_3 \text{COMPÉTITION}_i + \beta_4 \text{RÉGLEMENTÉE}_i + \beta_5 \text{ACTIVITÉ}_i + \beta_6 \text{CONCENTRATION}_i + \varepsilon_i$$

où

RIVRAC_i = RAC sur deux jours [-1, 0] du portefeuille de firmes rivales en réponse à l'échec de l'offre sur la cible i .

SUBACQ_i = Variable binaire égale à 1 si la cible est absorbée dans l'année suivant l'échec de la présente offre, 0 autrement. Des activités de groupement impliquant la cible ayant lieu après l'échec augmentent la probabilité que les firmes rivales deviennent ciblées à leur tour.

TAILLE_i = Valeur marchande médiane des firmes rivales de l'industrie de la cible i / valeur marchande de la cible i . La probabilité de devenir cible est inversement reliée à la taille relative de la firme.

PREMIÈRE_i = Variable binaire égale à 1 si l'échec est le premier au sein de l'industrie depuis un an, 0 autrement. L'effet de surprise plus intense d'un premier échec, combiné avec la hausse de la probabilité de groupement des rivales, envoient un signal plus fort concernant de futurs échecs anticipés.

COMPÉTITION_i = Variable binaire égale à 1 s'il y a plusieurs initiatrices pour la cible i , 0 autrement. La présence de plusieurs initiatrices hausse le nombre d'échecs et donc la probabilité que les firmes rivales soient ciblées par les initiatrices infructueuses. Par contre, de multiples initiatrices pour une même cible pourraient signifier que les firmes rivales sont moins attirantes.

RÉGLEMENTÉE_i = Variable binaire égale à 1 si la cible fait partie d'une industrie réglementée, 0 autrement. La réglementation diminue la probabilité des rivales de devenir des cibles.

ACTIVITÉ_i = Niveau d'activité de groupement au sein de l'industrie = nombre de groupements impliquant des firmes rivales de l'industrie au cours de l'année suivant l'échec de l'offre / nombre total de firmes rivales dans l'industrie au moment de l'annonce de l'échec. Les firmes rivales faisant partie d'une industrie avec un fort niveau d'activité ont une probabilité accrue de devenir ciblées lors de l'échec d'une offre.

CONCENTRATION_i = Niveau de concentration de l'industrie avant l'offre. Il y a probabilité plus élevée d'activités de collusion entre firmes rivales dans une industrie à fort taux de concentration. Quand une offre est abandonnée, le gain potentiel dérivé des activités de collusion est perdu.

Le modèle 2 ajoute des variables pour tester la robustesse des résultats en contrôlant les effets non reliés à la probabilité d'occurrence de futures offres de groupement. Les résultats des modèles 1 et 2 sont au tableau 43.

Les résultats de la régression 1 indiquent que les activités subséquentes de groupement impliquant la cible haussent la probabilité que les rivales deviennent ciblées, d'où un coefficient significativement positif pour la variable SUBACQ. La variable TAILLE est significativement négative: plus les rivales sont de grande taille relativement à la cible, moins elles ont de chance d'être ciblées. La variable COMPÉTITION, significativement négative, indique que la présence de plusieurs initiatrices pour la cible implique que les firmes rivales sont moins intéressantes, donc sont moins susceptibles d'être ciblées. Le coefficient négatif et significatif de la variable RÉGLEMENTÉE confirme l'hypothèse que le besoin d'obtenir une approbation pour se regrouper réduit la probabilité d'occurrence de ces transactions. La dernière variable significative est ACTIVITÉ, impliquant qu'un haut niveau d'activité de groupements dans l'industrie hausse la probabilité des rivales de devenir des cibles.

La régression 2, de pouvoir explicatif supérieur, indique les mêmes résultats, à l'exception de la variable ACTIVITÉ qui est non significative. Les résultats sont ainsi qualifiés de robustes par les auteurs.

Ceci indiquerait que les RAC des rivales sont positivement reliés à leur probabilité d'être ciblées à leur tour. Ainsi, elles obtiennent des RA positifs à l'annonce de l'offre et à son échec. Les cibles obtiennent des gains positifs uniquement à l'annonce de l'offre, celle de l'échec diminuant leur probabilité d'absorption.

Tableau 43

Résultats de la régression des RAC des firmes rivales pour 192 groupements de 1987-96

Variables	Coefficients du modèle 1	Coefficients du modèle 2
Origine	0,7225	1,1786
SUBACQ	1,2416***	1,2732***
TAILLE	-0,4406***	-0,3123***
PREMIÈRE	0,1927	0,4220
COMPÉTITION	-1,4077***	-1,2999***
RÉGLEMENTÉE	-1,3224**	-1,5865**
ACTIVITÉ	6,5344***	2,0460
CONCENTRATION	-1,3449	-1,8864
Horizontale ^a	-	2,3075***
Argent ^b	-	-1,6986***
Période ^c	-	-0,3868
Décision ^d	-	-0,1302
Hostile ^e	-	-0,3698
Précédent de l'initiatrice ^f	-	-0,3096
Précédent de la cible ^g	-	1,0809**
Intervalle ^h	-	0,6620
Conglomérat ⁱ	-	1,0864**
Taille de l'échantillon	182	192
Statistique F	6,899***	8,131***
R ²	0,2097	0,4292
R ² ajusté	0,1973	0,3764

*** (**) Significatif au niveau de 0,01 (0,05)

^a à ⁱ : Variable binaire égale à 1 si... et 0 autrement:^a fusion horizontale;^b paiement en argent;^c date d'annonce de l'échec entre 1990 et 1996;^d groupement refusé par la cible (et non par l'initiatrice ou un autre intervenant);^e offre hostile;^f initiatrice impliquée dans un autre groupement l'année précédente;^g cible impliquée dans un autre groupement l'année précédente;^h le temps entre l'annonce de l'offre et celle de l'échec est plus grande que la médiane de l'industrie;ⁱ la cible a des activités dans des industries différentes;

Source: Akhigbe et al. (2000, p. 115)

5.3.10 Le rôle du mode de paiement dans les offres de fusions non réussies : Hudson, Jensen et Sullivan (1994)

Hudson et al. vérifient si la réaction du marché aux offres de fusion non réussies dépend du mode de paiement. Selon eux, la réaction boursière serait reliée au signal

envoyé par le type de paiement utilisé, signal révélant la synergie potentielle, la valeur de la cible ou celle de l'initiatrice. Quatre hypothèses sont testées: l'hypothèse (1) synergique; (2) fiscale; (3) du financement; et (4) de l'investissement.

1. **L'hypothèse de la synergie.** Le mode de paiement révèle de l'information privée sur la synergie potentielle résultant de l'union des firmes. Le *premier modèle*, développé par Berkovitch et Narayanan (1990)³⁶, dit que si l'initiatrice possède l'information, le paiement en argent signalerait un potentiel de synergie élevé et le paiement en actions un potentiel faible, d'où une réaction boursière à l'annonce plus favorable pour l'initiatrice lors du paiement en argent. Si la cible a un certain pouvoir de négociation (dû à la présence de compétition ou de moyens de résistance), elle capturera une portion plus élevée de ce gain, d'où des rendements plus élevés lors du paiement en argent. Puisque cette synergie ne se réalise pas si l'offre est rejetée, le prix des actions des cible et initiatrice vont revenir à leur cours initial. Le *second modèle*, par Fishman (1989)³⁷, suppose que la cible et l'initiatrice possèdent toutes deux de l'information privée sur le potentiel

³⁶ Berkovitch et Narayanan (1990) ont élaboré un modèle dynamique avec asymétrie d'information concernant la compétition, le partage de la synergie et le mode de paiement. Les implications empiriques sont les suivantes :

1. Dans les groupements financés par un mixte d'argent et d'actions, plus le montant d'argent est élevé, plus les RA sont élevés pour les cibles et initiatrices;
2. La portion de synergie (en %) capturée par la cible diminue avec le niveau total de synergie et avec l'importance de la composante monétaire;
3. La synergie (en \$) capturé par la cible hausse avec le niveau de synergie total et avec celui de la composante monétaire;
4. La synergie capturée par la cible augmente avec la hausse du niveau de compétition;
5. Le montant d'argent utilisé augmente avec la hausse de la compétition potentielle;
6. En présence de compétition, les offres en argent sont plus probables qu'en actions ou mixtes.

³⁷ Fishman (1989) étudie le mode de paiement dans les groupements dans un modèle où il y a asymétrie d'information entre les cibles et les initiatrices. Selon Fishman, le paiement en actions constitue une offre risquée puisque sa valeur dépend de la profitabilité du groupement, tandis que la valeur du paiement en argent n'est pas risquée. Dans son modèle, non seulement l'initiatrice mais également la cible possèdent des informations privilégiées, ce qui est une hypothèse très réaliste étant donné que les managers de la cible sont les mieux informés sur celle-ci. Les implications du modèle sont les suivantes :

1. Le gain espéré de l'initiatrice lors de son offre initiale est inférieur si le mode de paiement est sous forme d'actions comparativement à une offre en argent;
2. La probabilité d'occurrence d'offres compétitrices est plus élevée après une offre initiale en actions qu'une offre initiale en argent;
3. La probabilité de rejet de l'offre par les managers de la cible est plus élevée pour les paiements en actions;
4. Plus les coûts engendrés lors de l'évaluation de la cible sont élevés, plus il est probable que l'offre initiale de l'initiatrice soit en argent et moins il est probable qu'il y ait une lutte entre plusieurs initiatrices.

synergique. L'initiatrice utiliserait une offre en actions pour obtenir un signal de l'information détenue par la cible. Si celle-ci a de l'information confirmant une synergie élevée, elle acceptera l'offre en actions afin de participer à ce gain synergique. Si l'information est pessimiste, elle refusera l'offre. Le succès ou l'échec de l'offre en actions révèle donc l'information détenue par la cible. Une initiatrice certaine de son évaluation fera donc une offre en argent, signalant une valeur élevée et limitant une compétition potentielle. Les gains seraient partagés entre l'initiatrice et la cible dépendamment de la compétition et du caractère unique de chacune des parties. À l'annonce de l'échec, le modèle de Fishman implique la possibilité que les RA soient conservés, mais seulement par la cible.

- 2. L'hypothèse fiscale.** Cette hypothèse suppose que le groupement fournit des avantages fiscaux. Plusieurs études ont déjà conclu que l'obtention de rendements supérieurs lors des paiements en argent serait attribuable en partie à l'impôt. Le paiement en argent oblige l'actionnaire ciblé à être imposé immédiatement sur son gain en capital, le paiement en actions lui permettant de différer cette imposition jusqu'à la vente de ses actions. Ainsi, l'actionnaire ciblé demande une prime plus élevée lors du paiement en argent pour compenser l'effet de l'impôt. Pour l'initiatrice, le principal bénéfice fiscal du paiement en argent est la hausse de sa base d'actifs amortissables, d'où plus d'économies d'impôt. Lors du paiement en actions, les principaux avantages fiscaux sont le report de pertes nettes sur les exercices ultérieurs ainsi que les récupérations d'amortissement. Si les bénéfices fiscaux liés au paiement en argent sont supérieurs à ceux du paiement en actions, l'initiatrice sera prête à payer la prime supplémentaire pour que l'actionnaire ciblé soit indifférent entre les deux modes de paiement. L'excédent des bénéfices fiscaux du paiement en argent sur les obligations fiscales de l'actionnaire ciblé est une synergie fiscale. Le partage de cette synergie entre cible et initiatrice dépend de la compétition et de l'asymétrie d'information. En présence de concurrence parfaite et de symétrie d'information, la cible devrait obtenir l'entière synergie fiscale. Cette hypothèse expliquerait pourquoi la cible obtient des RA positifs à l'annonce de l'offre. À l'annonce de l'échec, le prix de l'action de la cible reviendrait à son niveau initial, indépendamment du mode de paiement,

les avantages fiscaux n'étant pas obtenus. Pour l'initiatrice, la prime à payer plus élevée lors du paiement en argent serait compensée par l'obtention d'avantages fiscaux, d'où l'absence d'influence du mode de paiement sur le prix de l'action, ni à l'annonce, ni à l'échec de l'offre.

- 3. L'hypothèse du financement.** Le mode de paiement signale de l'information sur la valeur de l'initiatrice. Si les managers de l'initiatrice possèdent de l'information privilégiée sur la valeur intrinsèque de leur firme, ils structureront l'offre de la façon la plus profitable, soit en offrant leurs actions lorsqu'elles sont surévaluées et de l'argent autrement. Le mode de paiement informant uniquement sur la valeur de l'initiatrice, l'action de la cible ne devrait pas être évaluée différemment. Pour l'initiatrice, ses actions devraient obtenir des gains plus élevés lors du paiement en argent et plus faibles lors du paiement en actions. Ce signal concernant sa valeur intrinsèque et non un potentiel synergique, le gain à l'annonce ne devrait pas être renversé à l'échec de l'offre.
- 4. L'hypothèse de l'investissement.** La cible et/ou l'initiatrice possèdent de l'information sur la valeur de la cible et le mode de paiement signale cette information. Toujours selon le modèle de Fishman, le paiement en actions permet de soutirer des renseignements sur la valeur de la cible tandis qu'un paiement en argent permet de contrer les offres de la compétition. Donc, si l'initiatrice sait que la cible est sous-évaluée par le marché, elle va lui offrir de l'argent pour contrer la compétition et diminuer le temps disponible aux firmes rivales pour qu'elles évaluent la cible. Si la valeur de la cible est incertaine, l'initiatrice lui offrira des actions, forçant ses managers à divulguer l'information privée via leur décision. Les gains seront partagés selon le niveau de compétition. Les actionnaires de la cible vont réaliser un gain permanent, puisque basé sur une réévaluation de la valeur intrinsèque de la firme, tandis que le gain de l'initiatrice ne devrait pas dépendre du mode de paiement.

Les réactions du marché anticipées par chacune des hypothèses sont résumées au tableau 44.

Tableau 44

Réaction excédentaire^a anticipée pour la cible et l'initiatrice selon les hypothèses de Hudson et al.

Hypothèses	Réaction excédentaire	
	Période de l'annonce ^b	Période entière ^c
De synergie	Cible et initiatrice	Aucune ou cible ^d
Fiscale	Cible	Aucune
Du financement	Initiatrice	Initiatrice
D'investissement	Cible	Cible

^a La «réaction excédentaire» est la réaction boursière, résultant d'une offre en argent, excédant la réaction à une offre en actions.

^b La période de l'annonce inclut les jours ouvrables autour du jour de l'annonce.

^c La période entière s'étend de la période de l'annonce à l'annonce de l'échec.

^d Le modèle de Berkovitch et Narayanan n'accorde aucune réaction excédentaire tandis que le modèle de Fishman en attribue une à la cible.

Source: Hudson et al. (1994, p. 53)

Hudson et al. ont étudié 84 cibles et 123 initiatrices d'offres de fusion rejetées pour la période 1980-88 (seulement 36 sont des paires cible-initiatrice de la même fusion). Ils ont calculé les RAC et effectué une régression dont les résultats et interprétations sont discutés dans les prochains paragraphes.

L'effet sur les gains boursiers des cibles et initiatrices est calculé sur quatre périodes (J= jour d'annonce de l'offre et I= jour d'annonce de l'échec): (1) à l'annonce (J=-10 à J=0); (2) au cours de la période intérimaire (J=+1 à I=-2); (3) à l'échec (I=-1 à I=+10); et (4) pour la période entière (J=-10 à I=+10). Les résultats sont présentés aux tableaux 45 et 46.

Tableau 45
 RAC (en %) des 84 cibles selon le mode de paiement et selon la présence ou l'absence d'offres ultérieures (taille de l'échantillon entre parenthèses)

	À l'annonce	Période intérimaire	À l'échec	Période entière
Échantillon entier	18,41* (84)	-6,77* (79)	-6,25* (84)	5,79* (84)
Paiement en argent				
Toutes les offres en argent	21,56* (44)	-5,32 (40)	-7,00* (44)	9,72* (44)
Sans offre ultérieure	23,31* (28)	-6,38 (26)	-10,06* (28)	7,34* (28)
Avec offre ultérieure	18,50* (16)	-3,36 (14)	-1,64 (16)	13,90* (16)
Paiement en actions				
Toutes les offres en actions	12,94* (22)	-14,20* (21)	-8,04* (22)	-8,65 (22)
Sans offre ultérieure	13,81* (20)	-15,09* (20)	-8,52* (20)	-9,80 (20)
Avec offre ultérieure	4,21 (2)	3,58 (1)	-3,17 (2)	2,82 (2)

* Significatif au niveau de 0,05

Source: Hudson et al. (1994, p. 57)

Les résultats indiquent que les cibles obtiennent des RAC significativement positifs sur la période entière de 5,79%. Les offres en argent permettraient l'obtention de RAC significativement supérieurs aux offres en actions lors de l'annonce et pour la période entière. Il apparaît également que la réaction excédentaire persiste indépendamment de la présence ou non d'offres ultérieures et ce même après l'échec. Même après 250 jours suivant l'échec de l'offre, il y aurait une large différence entre les RAC des offres en argent et en actions. Les résultats sont donc en accord avec les hypothèses de synergie et d'investissement. Pour les initiatrices, les résultats montrent que les RA ne dépendent pas du mode de paiement ni de la présence d'offres ultérieures, d'où le rejet de l'hypothèse du financement.

Tableau 46

RAC (en %) des 123 initiatrices selon le mode de paiement et selon la présence ou l'absence d'offres ultérieures (taille de l'échantillon entre parenthèses)

	À l'annonce	Période intérimaire	À l'échec	Période entière
Échantillon entier	0,21 (123)	-2,00 (117)	1,89 (123)	0,21 (123)
Paiement en argent				
Toutes les offres en argent	0,24 (59)	0,78 (56)	-0,21 (59)	0,70 (59)
Sans offre ultérieure	-0,89 (31)	0,85 (31)	-0,99 (31)	-1,03 (31)
Avec offre ultérieure	1,50 (28)	0,69 (25)	0,65 (28)	2,61 (28)
Paiement en actions				
Toutes les offres en actions	-0,62 (38)	-4,69 (35)	6,00* (38)	1,24 (38)
Sans offre ultérieure	-1,29 (29)	-8,20 (28)	7,06* (29)	-1,92 (29)
Avec offre ultérieure	1,54 (9)	9,36 (7)	2,56 (9)	11,39 (9)

* Significatif au niveau de 0,05

Source: Hudson et al. (1994, p. 58)

Afin d'obtenir un aperçu additionnel de la relation entre le mode de paiement et la réaction boursière, les auteurs ont effectué la régression suivante:

$$RAC_i = \alpha_0 + \alpha_1 MODE_i + \alpha_2 OFFRE_i + \alpha_3 CIBLE_i + \alpha_4 INITIATRICE_i + \alpha_5 MUTUEL_i + \alpha_6 PROGRAMME_i + \alpha_7 PRÉALABLE_i + \alpha_8 TAILLE_i + \alpha_9 COMPÉTITION_i + \varepsilon_i$$

où

- RAC = Rendements anormaux cumulatifs sur la période entière
- MODE = Variable binaire pour le mode de paiement (=0 si en argent et 1 si en actions)
- OFFRE = Variable binaire de présence d'offres ultérieures (=0 si non et 1 si oui)
- CIBLE (C), INITIATRICE (I) et MUTUEL (M) = Variables binaires sur la partie ayant annulé la fusion. C=1, I=0 et M=0 si c'est la cible; C=0, I=1 et M=0 si c'est l'initiatrice; C=0, I=0 et M=1 si c'est un accord mutuel et C=0, I=0 et M=0 si c'est une tierce partie.
- PROGRAMME = Variable binaire indiquant s'il y a eu annonce préalable d'un

PRÉALABLE	programme d'acquisition (=0 si non et 1 si oui) = % des actions de la cible détenu par l'initiatrice avant l'annonce de l'offre
TAILLE	= Taille relative de l'offre= Capitalisation de la cible / Capitalisation de l'initiatrice
COMPÉTITION	= Variable binaire indiquant s'il y a offres de la compétition (=0 si non et 1 si oui)

Les résultats sont données au tableau 47 selon huit versions de l'équation originale.

Tableau 47
Estimation des coefficients des variables de la régression des RAC des cibles (N=66)

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	α_8	α_9	F	R ² %
#1	9,72*	-18,73*	-	-	-	-	-	-	-	-	6,45*	9,16
#2	7,00	-16,33*	7,48	-	-	-	-	-	-	-	3,66*	10,40
#3	0,20	-	12,47	-	-	-	-	-	-	-	2,51	3,77
#4	7,27	-16,90*	-	-	-	-	-	-	-	10,78	3,98*	11,21
#5	18,15*	-22,51*	-	-	-	-	-	-	-3,05	-	2,85*	12,11
#6	16,06*	-21,12*	-	-	-	-	-	-	-3,90	12,77	2,67*	14,89
#7	13,42	-16,45*	6,92	-9,16	1,34	-9,76	-	-	-	-	1,82	13,19
#8	17,59	-20,38*	4,61	-0,95	0,70	-7,51	3,56	17,93	-4,23	12,97	1,22	18,11

* Significatif au niveau de 0,05

Source: Hudson et al. (1994, p. 60)

Pour tous les modèles, seul le coefficient du mode de paiement est significatif, indiquant que le paiement en actions diminue les RAC de la cible. Les résultats indiquent que le mode de paiement influence les RA de la cible et que cet effet persiste même après l'annulation de la fusion, soit en support à l'hypothèse de l'investissement et de synergie de Fishman.

Aucun résultat n'est présenté pour l'initiatrice puisque aucun coefficient n'est significatif, suggérant qu'elle n'obtient aucune réévaluation significative en rapport avec l'offre de fusion et son échec.

En conclusion, les informations révélées par le mode de paiement causeraient une réévaluation permanente des actions de la cible. Ces résultats ne dépendraient pas de

l'occurrence d'offres ultérieures, de la partie annulant l'offre, de la présence d'un programme d'acquisition, d'une participation préalable de l'initiatrice dans l'actionnariat de la cible, de la taille relative de l'acquisition ni de la présence de compétition. Il y aurait donc acceptation des hypothèses d'investissement et de synergie, lesquelles mentionnent que l'information privée concernant la valeur de la cible ou un potentiel de synergie est révélée au marché via le mode de paiement.

5.3.11 Effet du mode de paiement sur les rendements; firmes canadiennes et françaises: Eckbo, Giammarino et Heinkel (1990) et Eckbo et Langohr (1989)

Eckbo et al. (1990) ont étudié 182 groupements canadiens réussis par des initiatrices cotées sur le TSE, pour la période 1964-82, dont 92 en argent, 34 en actions et 56 mixtes. Les résultats indiquent que l'initiatrice d'offre à paiement mixte obtient, en moyenne, des RA pour le mois de l'annonce significativement positifs (5,68%) et plus élevés que pour l'offre en argent (1,43%, non significatif) ou en actions (2,72%, significatif).

Eckbo et Langohr (1989), selon 256 groupements de firmes françaises pour la période 1966-82, ont vérifié l'impact du mode de paiement sur les gains boursiers. Comme beaucoup d'autres déjà, les résultats indiquent que les gains des cibles seraient supérieurs lors des paiements en argent, mais que ceux des initiatrices ne seraient pas significativement différents de zéro, peu importe le mode de paiement.

5.3.12 L'effet des participations préalables et des offres renchériées sur les rendements: Betton et Eckbo (2000)

Betton et Eckbo vérifient l'effet des offres renchériées et des participations préalables sur l'issue des offres et leurs gains selon 2335 offres faisant partie de 1353 groupements sur la période 1971-90. Ils incluent le processus entier entourant la «dispute» de la cible entre les initiatrices potentielles, de l'offre initiale à l'offre finale, tel qu'illustré à la figure 1.

Les analyses prennent en considération l'impact commun de quatre caractéristiques des offres: la prime offerte, la participation préalable, le pré-engagement de soumission des actionnaires de la cible (qui vient hausser la participation préalable effective) ainsi que le mode de paiement. Les résultats se résument ainsi:

- A. Durée du processus et renchérissement des offres:** (A1) Le processus d'offre simple dure en moyenne 40 jours et celui d'offres multiples en moyenne 70 jours. (A2) Pour les offres multiples, le nombre d'offres varie entre 2 et 12 avec une moyenne de 3. (A3) Le nombre moyen de jours entre la première et la seconde offre est de 15, et le renchérissement fait hausser l'offre de 10%, pour une hausse de prime de 31%. (A4) Les primes dans les offres simples réussies sont en moyenne plus élevées que les primes des offres initiales faisant partie des offres multiples, d'où un lien positif entre le niveau de la prime offerte et le succès de l'offre initiale. (A5) Le taux de succès des initiatrices d'offres simples est de 78% tandis qu'il est de 41% pour les initiatrices initiales d'offres multiples.
- B. Participation préalable.** (B1) Des 1353 initiatrices initiales, seulement 53% possédaient des participations préalables dans les cibles. Ces participations sont plus importantes pour les offres simples (en moyenne 20%) que pour les offres multiples (en moyenne 5%). (B2) Pour les offres multiples, les initiatrices initiales et rivales ont en moyenne les mêmes niveaux de participations préalables. (B3) Les participations préalables sont négativement corrélées avec les primes offertes, d'où l'hypothèse qu'elle est un substitut à la prime offerte. (B4) Une participation préalable plus élevée hausse la probabilité de succès d'une offre simple et diminue la probabilité d'occurrence d'offres compétitrices et de résistance des managers de la cible.
- C. Probabilités des issues de l'arbre.** (C1) La prime offerte, la participation préalable et le pré-engagement de soumission affectent significativement l'issue, mais pas le mode de paiement. (C2) L'impact des caractéristiques de

l'offre sur les probabilités d'issues est presque exclusif à l'offre initiale (et non aux offres subséquentes). (C3) Il y a une relation positive entre le succès de l'offre simple et la prime offerte, la participation préalable et le pré-engagement de soumission.

- D. Gains et valeurs espérées des offres.** (D1) Les gains des cibles sont larges et positifs pour tous les nœuds d'offres réussies, et encore plus élevés en présence de compétition. (D2) Une offre ayant une probabilité plus élevée que la moyenne de s'avérer être un échec a une valeur espérée inférieure pour les actionnaires de la cible. (D3) La hausse de la prime augmente la valeur espérée de l'offre pour les actionnaires de la cible tandis que la hausse de la participation préalable par l'initiatrice a l'effet contraire. (D4) La résistance des managers ciblés réduit la valeur espérée de la seconde offre pour les actionnaires de la cible. (D5) Les gains des initiatrices initiales ne sont pas significativement différents de zéro, tout comme ceux des initiatrices de toutes les offres réussies. (D6) Les gains espérés des initiatrices initiales sont significativement positifs lorsque c'est une initiatrice rivale qui gagne la bataille, reflétant probablement le gain espéré de la vente de la participation préalable à prime.

5.3.13 L'effet des participations préalables: Singh (1998)

Singh se base sur un modèle d'équilibre théorique pour formuler des propositions et hypothèses concernant l'effet des participations préalables. Le modèle comprend deux types d'initiatrices: les «externes» (celles ne détenant pas d'actions de la cible avant l'offre), et les «internes» (celles possédant une participation préalable). Deux contextes sont pris en compte: lorsque l'initiatrice «interne» ne peut revenir sur son offre lorsqu'elle est acceptée et lorsqu'elle peut renier cette offre gagnante.

Premièrement, prenons le cas où l'initiatrice «interne» ne peut revenir sur son offre lorsque acceptée. Elle offre un prix élevé à la cible afin d'inciter l'initiatrice «externe» à surenchérir, afin de vendre ses actions à profit, au risque de devoir acquérir la

cible à un prix excessif si l'«externe» ne renchérit pas. Plus la participation préalable est importante, plus l'«interne» risque de gagner et plus il y a probabilité de sur-paiement. Les actionnaires ciblés sont avantagés par l'obtention de meilleures primes. Les gains de l'«interne» sont affectés par l'issue de l'offre et par la valeur des actions de la cible qu'elle détient. Donc, la hausse de son offre, bien qu'elle augmente le risque de sur-paiement, hausse la valeur estimée de sa participation dans la cible, d'où la probabilité d'obtenir des gains positifs pour des participations préalables suffisamment importantes.

Quand l'«interne» a la possibilité de renier son offre gagnante, elle le fait lorsqu'il en résulte une absorption non profitable due au sur-paiement. Si l'«externe» gagne, elle absorbe la cible, mais si l'«interne» gagne, elle a le choix entre absorber la firme ou revenir sur son offre. Si elle opte pour cette seconde option, c'est l'«externe» qui absorbe la cible. Il devient ainsi toujours optimal pour l'«interne» de retirer son offre réussie lorsqu'elle est au-dessus de la valeur des actions constituant sa participation préalable. L'«interne» peut à présent se permettre d'offrir des primes plus agressives, et l'«externe» a par conséquent comme stratégie optimale des offres plus conservatrices. Il en résulte donc une baisse de la compétition, et des gains anticipés plus faibles pour la cible. Afin d'hausser la crédibilité des offres et de se prémunir contre ces abandons, la cible a intérêt à obtenir des lettres d'assurance ou à exiger des frais de rupture ou des pénalités de retrait. La cible est donc mieux placée pour obtenir des gains positifs lorsque l'initiatrice «interne» n'a pas la possibilité de retirer son offre fructueuse.

Pour conclure, l'article fournit des hypothèses à vérifier ultérieurement:

- L'offre maximale d'une initiatrice «interne», sa probabilité de gagner ainsi que sa probabilité de sur-payer augmentent avec la taille de la participation préalable;
- La probabilité de gagner d'une initiatrice «externe» et son gain espéré diminuent avec la hausse du niveau de participation préalable de sa rivale;
- Le prix payé par l'initiatrice gagnante et, par conséquent, la valeur au marché de la cible, augmentent avec l'acquisition d'une participation préalable par une initiatrice potentielle;

- La hausse du niveau de l'offre augmente la valeur marchande des initiatrices «internes» ayant des participations préalables importantes et diminue la valeur marchande des initiatrices «internes» ayant des participations préalables faibles et des initiatrices «externes».
- Les arrangements contractuels permettant de hausser la crédibilité des offres sont plus susceptibles d'être observés lorsque sont impliquées des initiatrices «internes» ayant des participations préalables importantes.

5.3.14 L'effet des participations préalables sur les gains des cibles: Choi (1991)

Plusieurs études ont déjà indiqué l'effet positif sur la valeur des actions des cibles de l'acquisition, par d'autres firmes, de participations préalables de plus de 5% de leur capital action. Choi (1991) teste ici trois hypothèses concernant la raison de cette hausse de valeur: (1) l'hypothèse de l'anticipation de l'absorption, (2) l'hypothèse du transfert de contrôle et (3) l'hypothèse de la sous-évaluation.

- 1. Hypothèse de l'anticipation de l'absorption.** L'acquisition d'une participation dans la cible serait la première étape menant à un groupement. La hausse de valeur serait liée au gain espéré provenant de la prime à obtenir. La non réalisation d'un tel groupement viendrait toutefois diminuer la valeur des actions de la cible au niveau initial.
- 2. Hypothèse du transfert de contrôle.** La hausse de valeur serait due à l'anticipation d'une amélioration de la gestion des managers des firmes moins performantes, et ce de deux façons: (1) par une absorption, donc un transfert de contrôle externe, ou (2) par un transfert de contrôle interne. Le premier cas permet l'intégration de managers plus efficaces soit en remplaçant ceux en place, soit en les forçant à adopter des stratégies qui maximisent la valeur des actionnaires. Le second cas comprend le remplacement des managers via la décision du conseil d'administration, la compétition à l'interne et la surveillance par les actionnaires importants. La hausse de valeur serait due à l'anticipation de bénéfices découlant de l'amélioration de la gestion, d'où l'inclusion des cas de groupements, de guerres

de procurations³⁸ et de rotation des managers. Si les changements au niveau des managers n'ont pas lieu, la valeur des actions de la cible devrait revenir à son niveau initial.

- 3. Hypothèse de la sous-évaluation.** La hausse de la valeur de la cible serait due à sa sous-évaluation. En effet, l'achat de la participation serait motivée par la possession d'informations privées par l'initiatrice ou par ses aptitudes d'analyses supérieures, lui permettant de détecter des opportunités d'investissement. L'acquisition de participations donnerait de l'information au marché sur la valeur de la cible, haussant le prix de ses actions. Le prix ne devrait pas revenir à son niveau initial, qu'il y ait ou non absorption ou transfert de contrôle, puisque la hausse provient d'une information concernant la valeur intrinsèque de la firme. La probabilité d'absorption ou de transfert de contrôle ne devrait donc pas influencer.

L'échantillon comprend 322 acquisitions de participations entre 5% et 50% des actions de la cible pour la période 1982-85. Les RAC sont calculés pour trois périodes: avant (-250 à -41), autour (-40 à 0) et après (1 à 250) l'acquisition de la participation, le jour 0 étant celui de l'achat. Les résultats sont présentés au tableau 48.

Les RAC négatifs pour la période «pré» indiquent une mauvaise performance, réelle ou perçue, des managers. Pour la période «autour», les RAC haussent beaucoup et sont permanents puisqu'ils ne sont pas perdus à la période «post». Nous voyons également que, pour la période entière, les gains sont positifs et significatifs à 9%.

Choi a également établi que la probabilité de groupement, de guerre de procurations et de rotation des managers est plus élevée pour les cibles visées par l'achat d'une participation. Par exemple, la probabilité de groupement est de 16% dans l'échantillon contre 3,8% dans le marché (proportion des firmes sur le NYSE et sur le ASE ayant été radiées de la cote au cours des années 1982-85 à cause d'un groupement). Ceci suggère que les acquisitions de participations facilitent les transferts de contrôle, que

³⁸ Voir la définition à la section 5.1.1 sur la synthèse de Jensen et Ruback (1983)

ce soit à l'externe ou à l'interne, en ligne avec les hypothèses de l'anticipation de l'absorption et du transfert de contrôle.

Tableau 48

RAC (%) des cible sur la période de deux ans entourant l'acquisition de la participation préalable (N=322, 1982-85)

Période	RAC (%)
A. Avant l'acquisition de la participation (période «pré»)	
[-250, -121]	-4,6*
[-120, -41]	-1,5
[-250, -41]	-6,1*
B. Autour de l'acquisition de la participation (période «autour»)	
[-40, -21]	0,7
[-20, -11]	1,8*
[-10, -6]	2,1*
[-5, 0]	4,3*
[-40, 0]	8,9*
[-10, 0]	6,4*
[-1, 0]	2,2*
C. Après l'acquisition de la participation (période «post»)	
[1, 40]	0,6
[41, 250]	-0,5
[1, 250]	0,1
D. Période entière	
[-40, 250]	9,0*

* Significativement différent au niveau de 0,01

Source: Choi (1991, p. 399)

L'échantillon a été scindé selon le type de transfert de contrôle ayant eu cours après l'acquisition de la participation. Les résultats sont présentés au tableau 49. Les résultats pour les groupements suggèrent que les anticipations d'un gain dû au groupement expliqueraient, du moins en partie, la hausse de valeur des actions, supportant l'hypothèse de l'anticipation de l'absorption. En effet, les RAC sont significativement positifs et différents de ceux obtenus par les cibles n'ayant connu aucun changement. Les résultats pour les changements des managers indiquent que le marché anticipe que les acquisitions de participations soient suivies par un transfert de contrôle bénéfique, tel que prédit par l'hypothèse du transfert de contrôle. Ceci se voit par les RAC

significativement positifs et différents de ceux obtenus par les cibles n'ayant connu aucun changement. Finalement, les résultats des cibles n'ayant eu aucun transfert de contrôle ne supportent pas l'hypothèse de la sous-évaluation puisqu'il y a renversement dans la valeur des actions pour revenir à son niveau initial.

Tableau 49
RAC des cibles selon le type de transfert de contrôle

	Groupement ou changement de propriété	Changement dans les managers^a	Aucun changement
N	52	67	203
RAC [-250, -41]	-7,3	-10,7***	-4,3*
RAC [1, 250]	20,2*** ^b	5,6* ^b	-7,3**
RAC [-40, 250]	33,1*** ^b	16,9*** ^b	-0,2

*** (** et *) Significativement différent de zéro au niveau 0,01 (0,05 et 0,10)

^a Guerre de procurations, rotation des managers

^b Significativement différent des RAC du sous-échantillon où il n'y a aucun changement

Source: Choi (1991, p. 404)

En résumé, les auteurs ont trouvé que les acquisitions de participations dans les cibles sont systématiquement suivies de groupements, de guerres de procuration ou de rotation des managers. De plus, les acquisitions de participations suivies par ces transactions permettent aux cibles d'obtenir des RAC significativement positifs, contrairement à des RAC négatifs pour les cibles n'ayant pas connu de transfert de contrôle. Il apparaît également que l'acquisition de participation serait motivée par la mauvaise performance des firmes et qu'elle serait bénéfique pour la cible, en autant qu'elle soit suivie par un transfert de contrôle.

Avec celui de Choi (1991), nous terminons nos longs résumés d'articles importants centrés sur la réaction boursière aux initiatives de groupement. Nous concluons à leur sujet au chapitre 7. Comme nous avons lu plusieurs autres articles pertinents, nous avons cru utile, au chapitre 6, d'y faire écho en répondant brièvement à la question centrale que suggère le titre de chacun, et cela, en faisant des liens occasionnels avec des articles déjà traités ou avec la théorie connue. Le lecteur, espérons-le, pourra y trouver quelque profit.

CHAPITRE 6: Petites questions

1. Quel effet de concurrence ont les participations préalables dans les prises de contrôle?

- Burkart, M., 1995, «Initial shareholdings and overbidding in takeover contests», *The Journal of Finance* 50, 1491-1515.

D'après Burkart, le capital déjà détenu dans la cible inciterait l'initiatrice à surpayer en contexte de surenchère. En effet, si une initiatrice manque sa cible, elle doit vendre sa participation à l'initiatrice gagnante. Comme elle souhaiterait un prix élevé en cas d'échec, elle tendra à offrir plus afin de provoquer une contre-offre plus alléchante, d'où une inflation et le risque que la cible lui échoit à prix excessif.

2. Quel est l'effet des mesures anti-acquisition sur les groupements?

- Comment, R. et G. W. Schwert, 1995, «Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures», *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.

Selon les auteurs, la pratique répandue de mesures anti-acquisition (87% des firmes en useraient) n'expliquerait pas l'atténuation des groupements vers la fin des années 80. Malgré que ces entraves renforcent les cibles dans leurs négociations et incitent à la surenchère, elles n'empêcheraient pas vraiment l'occurrence des groupements. Ces entraves, aux appellations exotiques, comprennent, entre autres, la dragée (ou pilule) empoisonneuse, le chevalier blanc, les parachutes ou contrats d'éviction dorés, etc. La dragée a la forme ordinaire de bons qui donnent le droit aux actionnaires en place d'acheter, en cas d'initiatives hostiles, un grand nombre d'actions à prix très bas, et par là rendent la prise de contrôle trop onéreuse. Le chevalier blanc est une personne, ou firme, complice qui achète, à meilleur prix, une firme pour la préserver d'une acquisition hostile. Les parachutes dorés sont des contrats extrêmement coûteux que les acquéreurs de cibles doivent honorer en cas d'éviction des managers en place.

Nonobstant ces mesures dilatoires, voire rébarbatives, la diminution des activités de groupement vers la fin des années 80 aura été plutôt de nature politique et économique... et fort temporaire puisqu'il y a eu vague de groupements dans les années 90.

3. Quel effet la réglementation a-t-elle sur les groupements?

- Karpoff, J. M. et P. H. Malatesta, 1989, «The wealth effects of second-generation state takeover legislation», *Journal of Financial Economics* 25, 291-322.
- Malatesta, P. H. et R. Thompson, 1993, «Government regulation and structural change in the corporate acquisitions market: The impact of the Williams Act», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 363-379.

Karpoff et Malatesta (1989) ont étudié l'effet des lois régulatrices des groupements en mesurant les rendements des actionnaires des firmes touchées autour de 40 annonces d'adoption de telles lois entre 1982 et 1987. Deux hypothèses ont été avancées:

1. Ces lois rendraient plus onéreuses les acquisitions hostiles, favorisant les managers en place au détriment des actionnaires, et nuiraient à l'utilisation efficiente des ressources. Il faut donc s'attendre à une perte boursière pour les actionnaires autour de l'adoption de telles lois.
2. Ces lois, en haussant les primes attendues par les cibles, augmenteraient la richesse boursière de leurs actionnaires, même en diminuant la probabilité d'absorption.

Deux autres hypothèses ont trait à l'effet combiné de ces lois et des mesures anti-acquisition (vues à la Question 2).

3. Les lois et les mesures anti-acquisition étant des substituts, l'effet des lois serait atténué par l'existence des mesures défensives.

4. L'effet des lois serait plus prononcé pour les firmes dotées de mécanismes de défense, car on les présume plus vulnérables aux acquisitions hostiles.

Les résultats de Karpoff et Malatesta indiquent que, en moyenne, l'annonce de l'adoption d'une loi signifie une faible, mais néanmoins significative, baisse boursière pour les firmes touchées, en accord avec l'hypothèse 1 qu'elle favorise les managers en place au détriment des actionnaires. De plus, la valeur boursière des firmes sans mécanismes de défense baisserait significativement en moyenne, et non celle des firmes qui en possèdent. Les lois représenteraient donc un substitut aux mécanismes de défense des firmes (hypothèse 3).

Malatesta et Thompson (1993) se sont concentrés sur l'effet de la Williams Act de 1968 qui exige une transparence onéreuse des initiatrices dans leurs OP et confère des privilèges aux déposants d'actions [voir notre renvoi ci-haut lié à l'étude de Bradley et al. (1988) à la section 5.1.3] . Les trois hypothèses avancées sont les suivantes:

1. *L'hypothèse de substitution.* Puisque la Williams Act ne touche que les offres de dépôt d'actions, on leur substituerait d'autres formes d'absorption. Prises globalement, les tentatives d'absorption auraient les mêmes coûts et bénéfices et la même fréquence.
2. *L'hypothèse de transfert.* Cette hypothèse veut que diminuent les bénéfices liés aux absorptions à cause de coûts accrus imposés aux initiatrices. Ainsi, les ressources disponibles vont baisser pour les groupements, leur fréquence baissant aussi.
3. *Hypothèse bénéfique.* Cette dernière suppose que la Williams Act a fait hausser la valeur dérivable des absorptions.

Les résultats obtenus ont favorisé l'hypothèse de transfert. La Williams Act aurait eu un effet négatif sur le processus d'absorption. Les études de Karpoff et Malatesta (1989) et de Malatesta et Thompson (1993) partagent donc la même conclusion:

l'adoption de lois régulatrices des groupements a un effet négatif sur les firmes touchées par ces lois.

4. Quel est l'impact des régimes d'actionnariat des salariés sur les groupements?

- Chaplinsky, S et G. Niehaus, 1994, «The role of ESOPs in takeover contests», *The Journal of Finance* 49, 1451-1470.

À partir de 278 annonces d'instauration de régimes d'actionnariat des salariés (RAS) dans la période 1890-90, les auteurs ont établi, d'une part, que ces annonces ne produisent pas d'effet boursier significatif pour les actionnaires des firmes en cause. Toutefois, l'adoption d'un RAS par la firme aurait un effet dissuasif sur ses acquéreurs potentiels. En effet, les groupements seraient significativement moins fréquents pour les firmes avec RAS (48% contre 85%). Les poursuites en justice et autres mesures défensives (du genre abordé à la Question 2) ne dissuaderaient pas les groupements. Ce résultat concorde d'ailleurs avec celui de Comment et Schwert (1995). D'autre part, Chaplinsky et Niehaus ont trouvé que, lors d'un groupement, la cible ayant un RAS affiche un rendement quelque peu supérieur à la firme sans RAS. Ils en concluent que l'effet dissuasif de l'instauration d'un RAS sur les acquéreurs potentiels et l'effet boursier supérieur lors d'un groupement subséquent tendent à se compenser.

5. Qu'entend-on par initiative OP hostile?

- Schwert, G. W., 2000, «Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?», *The Journal of Finance* 55, 2599-2640.

Schwert (2000) a mené une enquête poussée sur les initiatives OP dites hostiles afin d'établir si elles diffèrent fondamentalement des offres dites amicales. Il trouve que les premières ne diffèrent pas des secondes sur le plan économique, sauf qu'elles suscitent plus de publicité durant le processus de négociation. L'auteur se base sur plus de 2000 opérations «hostiles» (réussies ou non réussies) de la période 1975-96. Est tenue pour hostile l'opération: (1) qui est déclarée telle dans les médias (*Wall Street Journal*, *Dow*

Jones News Retrieval, etc.); (2) qui obéit à la définition de la Securities Data Company: elle est non sollicitée et provoque la résistance des managers ciblés; (3) si elle est non négociée préalablement ou s'avère renversante pour la cible³⁹; (4) si dans l'année précédant l'offre initiale une formule 13D⁴⁰ a été remplie aux fins de divulguer les intentions de contrôle d'une cible et le contexte afférant. En comparant de multiples façons (via des mesures boursières ou autres) les opérations hostiles et amicales, Schwert a pu voir la vacuité relative du concept d'hostilité sur le plan économique, entre autres plans. On ne s'étonnera pas que dans bien des recherches fondées sur la distinction hostile-amicale (dont plusieurs sont résumées dans le présent essai), les résultats comparatifs obtenus s'avèrent souvent insignifiants. (Morale: il faut vérifier la substance d'un concept avant de s'en servir dans une étude!)

6. Quelle réaction le marché devrait-il avoir face aux conglomérats inefficaces?

- Berger, P. G. et E. Ofek, 1996, «Bustup takeovers of value-destroying diversified firms», *The Journal of Finance* 51, 1175-1200.

Une réponse sensée à la Question 5 serait: il faut les démembrer et en vendre les morceaux. C'est ça l'absorption «meurtrière» de conglomérats inefficaces. La perte de valeur due à la diversification des firmes, les scissions subséquentes aux groupements, la création de valeur par le recentrage des activités, l'obtention de rendements supérieurs via l'absorption de cibles mal gérées, l'absorption plus probable de telles cibles, etc., sont toutes des affirmations répandues dans la littérature. Berger et Ofek en ont vérifié la validité en comparant les performances de 1513 conglomérats et de 1558 firmes centrées dans un champ d'activité (donc essentiellement unisectorielles). Les auteurs trouvent que les firmes diversifiées (les moins performantes) sont plus susceptibles d'être absorbées,

³⁹ Sur Wall Street, une offre «renversante» s'appelle un «Bear Hug», évoquant par là son irrésistible «étreinte» ou «baiser». Il s'agit d'une OPA pratiquée à des conditions si généreuses que les managers de la cible, en s'y opposant, risqueraient une vive protestation de leurs actionnaires. Voir Ménard (1994, p. 76).

⁴⁰ La 13D est la formule de divulgation obligatoire de l'acquisition d'intérêts de plus de 5% dans une firme publique. Y sont divulgués notamment le but de l'opération, son financement projeté, etc.

puis scindées. En moyenne, la firme diversifiée détruirait 15% de la valeur totale imputable à ses composantes sous hypothèse d'exploitation distincte⁴¹.

7. Le marché réagit-il différemment aux OP étrangères?

- Cebenoyan, A. S., Papaioannou, G. J. et N. G. Travlos, 1992, «Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders», *Financial Management* 21 (3), 58-68.
- Kang, J-K, 1993, «The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms», *Journal of Financial Economics* 34, 345-371.
- Servaes, H. et M. Zenner, 1994, «Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States», *Financial Management* 23 (4), 42-56.
- Dewenter, K. L., 1995, «Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from The U.S. chemical and retail industries», *Journal of Financial Economics* 37, 421-441.

NB: Du point de vue canadien, la réaction du marché aux offres étrangères (américaines) a été étudié par Eckbo et Thorburn (2000) et résumé plus haut (en 5.1.6).

Beaucoup d'auteurs ont été intrigués par l'accroissement significatif, dans les années 80, des absorptions de firmes américaines par des initiatrices étrangères. Cebenoyan et al. (1992) ont voulu expliquer les différences dans les corrections boursières autour des absorptions selon que l'initiatrice est nationale ou étrangère. A partir de 207 acquisitions de cibles américaines, dont 73 par des firmes étrangères et 134 par des américaines durant la période 1978-87, ils ont trouvé que les gains boursiers supérieurs obtenus lors des offres étrangères sont reliés à l'intensité des initiatives OP de source étrangère dans le secteur d'appartenance. La grande disponibilité des cibles sur le

⁴¹ Les auteurs prennent comme indice de performance du conglomérat le logarithme naturel du ratio Valeur observée / Valeur imputable = $\ln(A/B)$ où A= (Valeur au livre de la dette + Valeur marchande du capital propre) et B= Somme des valeurs imputables à ses composantes sous hypothèse d'exploitation distincte. En moyenne, les firmes conglomérales auraient un ratio de l'ordre de $A/B= 0,86$ puisque $\ln(0,86)=-0,15$ et qu'on estime à 15% la destruction de leur valeur potentielle.

marché américain permettrait aux acquéreuses étrangères d'obtenir de meilleurs bénéfices. Toutefois, ceux-ci profiteraient surtout aux cibles dans les secteurs où la compétition entre initiatrices étrangères est élevée.

Selon Kang (1993) et 119 initiatrices japonaises ciblant 102 firmes américaines dans la période 1975-88: (1) les groupements en cause ont généré des gains boursiers significatifs pour les deux parties; (2) le gain des japonaises viendrait surtout d'effets d'endettement plus élevé et de mouvements favorables dans le taux de change \$/yen. Quant aux cibles américaines, elles ont obtenu des prix enrichissants auprès des initiatrices japonaises, tous contrôles faits, y compris sur le mode de paiement et le secteur.

Servaes et Zenner (1994) ont évalué l'impact de l'impôt sur les gains boursiers anormaux entourant 778 acquisitions de cibles américaines par des initiatrices étrangères dans la période 1980-89. Les gains des cibles auraient baissé de plus de 50% après le passage de la «Economic Recovery Tax Act» (ERTA) en 1981, puis beaucoup augmenté après le passage de la «Tax Reform Act» (TRA) en 1986. Les résultats soutiennent l'hypothèse que le régime fiscal américain a un impact substantiel sur les bénéfices dérivant des groupements aux États-Unis.

Soulignons d'abord que c'est la ERTA qui a imposé, en 1981, des taxes implicites aux initiatrices étrangères et qui les a désavantagées par rapport aux initiatrices américaines. D'où, selon Servaes et Zenner, la baisse importante des offres de groupement provenant de l'étranger après cette réforme fiscale. Après coup, la TRA (1986) aurait permis des absorptions plus bénéfiques pour les initiatrices étrangères pour trois raisons: (1) en réduisant le taux d'impôt corporatif, la TRA a rendu les États-Unis attrayants pour les firmes provenant de pays à fort taux d'imposition; (2) la TRA a aboli les taxes implicites que subissaient les initiatrices étrangères depuis 1981; et (3) comme les investisseurs de plusieurs pays étrangers n'ont pas d'impôt sur leurs gains en capitaux, la hausse du taux d'impôt sur de tels gains que la TRA a signifié pour les Américains a donné l'avantage aux initiatrices étrangères.

Dewenter (1995) a étudié 116 absorptions de cibles américaines dans le secteur Produits chimiques dont 35 par des firmes étrangères et 81 par des américaines, ainsi que 268 absorptions dans le secteur Vente au détail dont 55 par des étrangères et 213 par des américaines. Les primes d'acquisition moyennes n'ont pas différé statistiquement d'un secteur à l'autre mais une différence existerait selon la nationalité de l'initiatrice: les étrangères paieraient plus lors de transactions hostiles, mais moins en présence de compétition. [Comme nous avons vu ci-haut, avec Schwert (2000) à la Question 5, que l'étiquette d'hostilité a peu de substance, la trouvaille de Dewenter n'inspire pas confiance!] Finalement, contrairement à Servaes et Zenner (1994) mais en accord avec Kang (1993), Dewenter soutient que la fiscalité et ses changements (en 1981 (ERTA) et 1986 (TRA)) ne seraient pas explicatifs des différences de primes d'acquisition en cause.

8. Les chevaliers blancs obtiennent-ils des rendements différents des autres initiatrices lors de leurs offres de sauvetage?

- Banerjee, A. et J. E. Owers, 1992, «Wealth reduction in white knight bids», *Financial Management* 21 (3), 48-57.
- Niden, C. M., 1993, «An empirical examination of white knight corporate takeovers: Synergy and overbidding», *Financial Management* 22 (4), 28-45.

Selon Banerjee et Owers (1992), l'offre d'un chevalier blanc⁴² est bien accueillie parce que faite en complicité avec la cible pour faire échouer une offre hostile. Mais, vu le contexte de surenchère, sa complicité le rend vulnérable: il risque de surpayer. Effectivement, les auteurs trouvent que 80% des chevaliers sont perdants en bourse autour de leur annonce d'offre et même au delà, du moins selon leur étude de 57 offres de la période 1978-87.

Pour sa part, Niden (1993) a étudié 376 cibles absorbées avec succès et 334 initiatrices d'offres réussies et non réussies dans la période 1974-84. Il y trouve aussi que le chevalier blanc tend à surpayer. Il subit en moyenne des pertes boursières significatives

autour de son annonce d'offre, des pertes qui dépassent celles des autres initiatrices (tant amicales qu'hostiles). Par ailleurs, la cible absorbée par le chevalier obtient un meilleur gain en moyenne que celle absorbée par une initiatrice amicale et à peu près le même gain en cas d'absorption hostile.

Il appert donc que la complicité chevalier-cible sert en moyenne la cible et dessert le chevalier. Pour peu que le phénomène perdure, il est fort à parier qu'un chevalier rationnel trouve sa récompense ailleurs qu'en bourse (Mais où? Avis aux chercheurs!)

9. Les fusions mère-filiale diffèrent-elles des groupements classiques?

- Slovin, M. B. et M. E. Sushka, 1998, «The economics of parent-subsidary mergers: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics* 49, 255-279.

À partir de l'étude de 105 fusions mère-filiale⁴³ et de 38 groupements à initiatrices externes survenus entre 1970 et 1993, Slovin et Sushka (1998) montrent que le gain boursier de la filiale-cible est aussi élevé que le gain de la cible dans une fusion classique. La mère-initiatrice en tire aussi un gain. La fusion mère-filiale serait donc créatrice de valeur des deux côtés. De plus, la valeur de l'entité fusionnée dépasserait la somme des deux valeurs d'avant fusion. On observerait subséquemment des désinvestissements et des remaniements dans la filiale. Toutefois, le gain pour la filiale en fusion interne ne différerait pas de son gain en fusion externe. Par contre, la mère obtiendrait des rendements supérieurs lorsque sa filiale subit une fusion externe. En moyenne, il y aurait transfert de richesse vers elle aux dépens de la partie externe à la fusion. Au total, il semble qu'une filiale en fusion crée de la valeur surtout pour les actionnaires du couple mère-filiale.

⁴² Selon Ménard (1994, p. 782), le chevalier blanc (dit «white knight») vient à la rescousse d'une firme visée par une OPA hostile en lançant sur elle une offre concurrente dans le but de faire échouer l'offre initiale.

⁴³ La fusion mère-filiale se faisant sans concurrence, elle n'implique pas de changement de contrôle. La société mère passe alors d'actionnaire majoritaire à propriétaire unique. D'où la radiation boursière des actions ordinaires de la filiale, mais ses titres de dette ou privilégiés peuvent demeurer cotés.

10. Qu'arrive-t-il aux managers des cibles d'offres infructueuses?

- Denis, D. J. et J. M. Serrano, 1996, «Active investors and management turnover following unsuccessful control contests», *Journal of Financial Economics* 40, 239-266.

Le manager peu soucieux d'enrichir au maximum ses actionnaires risque l'éviction à l'interne ou par le marché. Denis et Serrano (1996) ont examiné les causes et conséquences des changements chez les cadres supérieurs pour une centaine de tentatives infructueuses de contrôle dans la période 1983-89. Ils ont observé que 34% des cibles ont connu de la rotation dans leur direction durant la période de deux ans subséquente à l'initiation de l'offre, soit le double du taux normal. Il se peut que cette forte rotation résulte de la volonté du conseil d'administration (CA) de discipliner les managers, les tentatives de contrôle étant présumées être un signal de leur mauvaise performance. Les départs forcés ou incitatifs pourraient aussi servir à punir les managers de leur recours à des mesures anti-absorption, car cela a pu réduire la richesse des actionnaires. Il se pourrait aussi que cette rotation soit la conséquence de changements dans la régie de la cible, y compris dans son CA.

Denis et Serrano estiment que la rotation des cadres est plus élevée chez les cibles sous-performantes, en particulier là où les investisseurs indépendants des managers parviennent à obtenir des participations importantes (plus de 5%). On y observe alors des remaniements majeurs. De tels résultats suggèrent que les managers sont plus disciplinés en présence d'un contrôle externe, l'apparition de ce contrôle étant favorisée par les tentatives d'absorption.

11. La présence d'administrateurs externes dans la cible commande-t-elle une prime en période d'OP?

- Cotter, J. F., Shivdasani, A. et M. Zenner, 1997, «Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?», *Journal of Financial Economics* 43, 195-218.

Les OP amènent des conflits d'intérêts entre actionnaires et managers de la cible. Les premiers en obtiennent souvent une prime boursière importante, les seconds risquent d'y perdre avantages et bénéfices, pécuniaires ou non.

Cotter et al. (1997) vérifient si la prime en cause en contexte d'OP est plus élevée là où des administrateurs externes (indépendants de la cible) siègent sur le CA. N'ayant aucun lien avec la cible autre que celui de supervision, ces administrateurs seraient plus susceptibles de veiller aux intérêts des actionnaires avant tout. À partir de 169 OP des années 1989 à 1992, les auteurs trouvent que les gains des actionnaires ciblés s'élèvent avec la présence d'administrateurs externes. La prime initiale est plus élevée et la surenchère plus bénéfique. L'effet se produirait même là où des mesures anti-absorption sont prises par les managers.

En bref, le rôle des administrateurs externes serait enrichissant pour les actionnaires en contexte d'OP et hors contexte aussi.

12. Les administrateurs externes disciplinent-ils les managers des initiatrices?

- Byrd, J. W. et K. A. Hickman, 1992, «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.

Le CA, c'est connu, veille aux intérêts des actionnaires avec un «mix» d'internes et d'externes. Les premiers sont des managers soucieux de leur sort. Les seconds sont des administrateurs en principe plus objectifs face aux décisions de la firme. En pratique, les externes se partagent entre externes affiliés et externes indépendants. Ces derniers seraient le fer de lance du CA dans sa régie de la firme. Cela étant, il faudrait que la profitabilité des acquisitions augmente avec la proportion des externes indépendants au sein du CA.

En étudiant 128 initiatives OP de la période 1980-87, Byrd et Hickman ont trouvé que le rendement anormal moyen de l'initiatrice autour de l'OP s'avère significativement

moins négatif lorsque le CA compte de 40 à 50% d'externes indépendants. Toutefois, la relation fléchirait avec des grands pourcentages, ce qui tend à soutenir l'hypothèse de Baysinger et Butler (1985) voulant que les diverses catégories d'administrateurs se complètent en talents et importent donc toutes en régie des firmes. Ainsi, si les actionnaires des initiatrices sont avantagés par la présence d'administrateurs externes indépendants, ils ne le sont plus si le CA en est trop rempli.

13. Quel est l'effet des rumeurs d'acquisition sur les prix des actions des cibles potentielles?

- Pound, J. et R. Zeckhauser, 1990, «Clearly heard on the street: The effect of takeover rumors on stock prices», *Journal of Business* 63 (3), 291-308.

Pound et Zeckhauser (1990) étudient l'effet des rumeurs d'acquisition sur les prix des actions des cibles sujettes à ces ouï-dires. L'échantillon comprend 42 publications de telles rumeurs prises dans la rubrique «Heard on the Street» du *Wall Street Journal* au cours des années 1983-85. Leurs résultats et conclusions sont comme suit:

Le marché réagirait de façon efficiente aux rumeurs d'acquisition. Il n'y aurait pas, en moyenne, de RA à réaliser par une stratégie d'investissement consistant à acheter les actions à leur prix de fermeture la journée de la publication de la rumeur, et à les revendre soit le jour où l'offre formelle est déposée, soit un an après leur achat dans les cas où il n'y a aucune offre. Les RA moyens obtenus ainsi seraient de 1,77% mais non significatifs ($t=0,38$).

Investir dans les actions des cibles sujettes à ces rumeurs selon la stratégie expliquée précédemment serait très risqué, la variance des RA étant exceptionnellement élevée à 32,26%.

Il n'y a pas de RA significatif à obtenir lors de la journée de la publication de la rumeur (0,07%, $t=0,12$). Toutefois, la variance de ces RA est élevée (4,19%).

Au cours des 20 jours ouvrables précédant la publication, la cible obtiendrait des RAC significatifs d'environ 7,8% en moyenne ($t=4,00$). Le marché anticiperait donc les rumeurs, et cette anticipation pourrait sans doute stimuler la publication de rumeurs.

Des 42 rumeurs, 18 ont été confirmées à l'intérieur d'un intervalle d'un an suivant la publication, mais seulement 2 à l'intérieur de 50 jours. La rumeur ne constituerait pas une bonne prédiction d'un éventuel groupement.

Finalement, les deux raisons les plus souvent évoquées lors des publications de rumeurs sont: (1) les prix et volumes d'activité exceptionnels des actions et (2) l'accumulation apparente d'importantes participations dans la firme par de gros investisseurs.

Bref, il serait risqué de baser une stratégie d'investissement sur des rumeurs d'acquisition, et cette stratégie ne permettrait pas l'obtention de RA significativement positifs. Afin d'obtenir ces RA, il faudrait investir dans ces firmes avant la publication de la rumeur.

14. La richesse des managers influe-t-elle sur le processus d'OP?

- Cotter, J. F. et M. Zenner, 1994, «How managerial wealth affects the tender offer process», *Journal of Financial Economics* 35, 63-97.

Cotter et Zenner (1994) étudient la relation entre les variations de richesse des managers des cibles et le processus d'OP à l'aide d'un échantillon de 141 offres de groupements réussies ou non au cours des années 1988 à 1991. Deux variables sont utilisées pour évaluer la variation de richesse des managers :

1. La *variable NPV (Net Present Value)*, obtenue en retranchant les rémunérations actualisées perdues par les cadres évincés du total de leurs gains actualisés liés aux actions de la cible et aux «contrats d'éviction dorés»⁴⁴.
2. La *variable RATIO*, soit le logarithme des gains des managers sur leurs pertes résultant du groupement.

Les résultats ont montré que la résistance des managers aux offres de groupement serait reliée négativement à leur variation de richesse et que la probabilité de succès de ces offres y serait pour sa part reliée positivement. Toutefois, seules les variations dues aux actions détenues ont un effet significatif sur les deux relations précédentes, et non pas les contrats dorés ni les pertes de rémunérations.

15. Quel est l'effet des offres de groupement sur les prévisions de bénéfices des analystes?

- Brous, P. A. et O. Kini, 1993, «A reexamination of analysts' earnings forecasts for takeover targets», *Journal of Financial Economics* 33, 201-225.

Brous et Kini (1993) examinent les prévisions des analystes concernant les bénéfices des cibles faisant suite à l'annonce de l'offre de groupement et de la résistance des managers, s'il y a lieu. L'échantillon de la période 1977-88 comprend 307 cibles avec prévisions d'analystes pour l'année en cours, et 218 avec prévisions pour l'année suivante.

Bradley et al. (1983) ont déjà énoncé deux hypothèses concernant les raisons d'une hausse de la valeur des actions des cibles lors des annonces d'offres :

⁴⁴ Ces contrats (les fameux «Golden Parachutes»), signés à l'engagement des cadres, prévoient de somptueux avantages en cas d'éviction. Pour une définition plus formelle, lire Ménard (1994, p. 347).

1. *L'hypothèse d'information.* Ici, l'annonce transmet de l'information favorable à propos de la cible, soit en incitant ses managers (inefficients) à adopter des stratégies enrichissantes pour les actionnaires, soit en signalant que les actions ciblées sont sous-évaluées.
2. *L'hypothèse synergique.* Cette hypothèse suggère que les actionnaires de la cible bénéficieront de gains synergiques via le groupement.

Selon Pound (1988), les analystes continueraient à prévoir les bénéfices des cibles en tant que firmes indépendantes (non absorbées), même après l'annonce d'une offre de groupement, afin de permettre aux investisseurs d'évaluer si l'offre est équitable et s'ils doivent déposer leurs actions. Ainsi, si les analystes révisent leurs prévisions de bénéfices à la hausse, il y aurait cohérence avec l'hypothèse d'information. En effet, l'hypothèse synergique n'implique que des gains dus à la combinaison avec l'initiatrice, donc non à la cible en tant que firme indépendante tel qu'il en est le cas ici.

Les résultats de Brous et Kini (1993), pour l'échantillon entier, indiquent une révision à la hausse des prévisions des analystes après les annonces d'offres. De plus, il y aurait une relation négative entre le ratio q de Tobin des cibles et la révision⁴⁵. Finalement, pour le sous-échantillon des offres contestées, il n'y aurait aucune révision significative des prédictions effectuée pendant la période de résistance, quelle que soit l'issue de l'offre.

Les résultats pour l'échantillon entier sont cohérents avec l'hypothèse d'information, poussant à conclure que la synergie anticipée ne serait pas la seule source de gains des cibles à l'annonce des offres. Toutefois, ces résultats ne permettent pas de déterminer si l'information favorable est reliée à la sous-évaluation de la cible, ou à l'anticipation de nouvelles stratégies de ses managers. Les résultats du sous-échantillon des offres contestées révèlent l'effet neutre, sinon légèrement négatif, de la résistance.

⁴⁵ Ratio q = Valeur marchande de la firme / coût de remplacement des actifs
Ce ratio serait un estimateur de la sous-évaluation et/ou de la mauvaise gestion de la firme.

16. Le rendement des initiatrices OP est-il lié à leurs excédents de liquidités?

- Lang, L. H. P., Stulz, R. M. et R. A. Walkling, 1991, «A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidders returns», *Journal of Financial Economics* 29, 315-335.

Lang et al. (1991) testent ici l'hypothèse dites du «flux monétaire dégageable (FMD)» de Jensen (1988) avec un échantillon de 101 offres de groupement acceptées entre 1968 et 1986. L'hypothèse veut que les managers des firmes à FMD élevé investissent dans des projets à VAN négative plutôt que de verser des dividendes. Ces projets non rentables seraient ici des absorptions.

Long et al. utilisent le ratio q de Tobin pour séparer les firmes selon leur potentiel d'investissement rentable. Plus le ratio q est élevé, plus la firme a des projets à VAN positive, et plus elle peut mieux utiliser ses excédents de liquidités. Les initiatives OP venant de firmes à ratio q élevé devraient valoriser leurs actions, l'inverse tenant pour celles à ratio faible.

Or, les résultats de Lang et al., supportant l'hypothèse de Jensen, sont: (1) Une hausse des FMD de l'initiatrice ferait baisser son gain et (2) les FMD expliqueraient mieux les variations de rendement des initiatrices que le nombre d'initiatrices impliquées dans le processus et l'attitude des managers des cibles face aux offres. Le niveau des FMD des initiatrices n'aurait toutefois pas d'effet sur les rendements des cibles, suggérant que ces FMD ne conduisent pas à une redistribution de la richesse entre cibles et initiatrices.

17. Le ratio q de Tobin est-il relié au gain lors du groupement?

- Lang, L. H. P., Stulz, R. M. et R. A. Walkling, 1989, «Managerial performance, Tobin's Q , and the gains from successful tender offers», *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.

- Servaes, H., 1991, «Tobin's Q and the gains from takeovers», *The Journal of Finance* 66, 409-419.

Lang et al. (1989) ont examiné la relation existant entre le ratio q de Tobin et les gains obtenus lors des absorptions selon un échantillon de 87 OPA réussies entre 1968 et 1986. Les firmes ont été séparées selon qu'elles ont un ratio q supérieur ou inférieur à 1, un q supérieur à 1 indiquant une bonne performance managériale et des opportunités d'investissement à VAN positive. Les résultats ont montré que les initiatrices bien gérées (à q élevé) bénéficieraient positivement des OPA, mais encore plus lorsqu'elles absorbent des cibles mal gérées (à q faible). Les initiatrices mal gérées obtiendraient toutefois des gains négatifs. Les cibles bien gérées, pour leur part, bénéficieraient moins que les cibles mal gérées. De plus, les OPA générant les gains totaux les plus élevés seraient entreprises par des initiatrices à q élevé sur des cibles à q faible. Ceci est consistant avec l'hypothèse que les marchés récompensent les firmes performantes pour leur absorption de firmes mal gérées, et non l'inverse.

Servaes (1991) a décidé d'améliorer l'étude de Lang et al. en incluant non seulement les OPA mais également les fusions. Son échantillon comprend 704 transactions de groupement (OPA et fusions confondues) au cours des années 1972 à 1987. Il a également décidé d'inclure d'autres variables telles que les caractéristiques de l'offre (hostile VS amicale, simple VS multiple), le mode de paiement (en argent VS en actions), la période (avant 1968, entre 1968 et 1980 et après 1980) ainsi que la taille relative de la cible afin de vérifier si le q de Tobin ne serait qu'un sous-produit de ces variables. Finalement, Servaes a séparé les firmes selon qu'elles ont un q supérieur ou inférieur au q moyen de leur industrie respective (et non supérieur ou inférieur à 1 comme l'ont fait Lang et al.). Les résultats de Lang et al. ont été confirmés par ceux de Servaes, et ce même avec ces modifications. Donc, la relation entre le q de Tobin et les gains des OPA ne serait pas induite par d'autres variables, et elle serait également valable pour les fusions.

18. Les banques ayant acquis des banques en faillite dans les années 80 ont-elles fait un bon coup?

- Bertin, W. J., Ghazanfari, F. et K. M. Torabzadeh, 1989, «Failed bank acquisitions and successful bidders' return», *Financial Management* 18 (2), 93-100.

Bertin et al. (1989) étudient les rendements obtenus par les banques initiatrices au cours des fusions arrangées par la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (semblable à la société d'assurance-dépôts du Canada) dans les années 80. L'hypothèse avancée par les auteurs est qu'elles n'ont pas surpayé leurs acquisitions. L'échantillon se compose de 30 acquisitions réussies arrangées par la FDIC au cours des années 1982-87.

Les conditions économiques d'alors ont fait en sorte qu'il y a eu un nombre anormalement élevé de faillites de banques assurées par la FDIC. Pour ne pas avoir à indemniser les déposants assurés, la FDIC a arrangé des opérations dites de «purchase and assumption», où une banque viable acquiert et assume les dépôts de la banque défailtante. Bien entendu, les banques initiatrices ont voulu éviter de surpayer les banques ciblées. De plus, l'abondance de cibles en faillite a permis aux initiatrices d'être plus sélectives et de négocier plus agressivement.

Les résultats ont montré que, en moyenne, la banque initiatrice a obtenu un rendement anormal positif dans la période menant à l'absorption. L'hypothèse qu'elle aurait surpayé sa cible n'est donc pas soutenue. Elle l'aurait plutôt sous-payée.

19. Quels sont les changements de performance faisant suite aux acquisitions dans le système bancaire?

- Cornett, M. M. et H. Tehranian, 1992, «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», *Journal of Financial Economics* 31, 211-234.

Cornett et Tehranian (1992) examinent la performance boursière de 30 banques à la suite d'acquisitions d'autres banques dans la période 1982-87. Leurs résultats montrent

que ces banques ont amélioré leur performance, comparativement à l'industrie bancaire dans son ensemble. Cette meilleure performance s'expliquerait en partie par une capacité accrue d'attirer des dépôts et d'octroyer des prêts, une meilleure productivité des employés et une plus forte croissance des actifs. Il y aurait également une corrélation significative entre la réaction boursière anormalement positive à l'annonce de l'offre de groupement et les mesures de performance post-acquisition, indiquant que le marché anticipe les améliorations de performance à venir.

20. Quels sont les déterminants du choix du mode de paiement?

- Martin, K. J., 1996, «The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership», *The Journal of Finance* 51, 1227-1246.

Plusieurs hypothèses ont été avancées concernant le choix du mode de paiement et Martin (1996) les a testées avec un échantillon de 846 groupements de la période 1978-88. Les différentes hypothèses sont les suivantes:

1. *Hypothèse des opportunités d'investissement.* Les managers des firmes en croissance préféreraient financer l'absorption via des actions car ils conservent alors plus de souplesse dans l'utilisation des flux monétaires de l'entité. Les firmes ayant peu d'opportunités d'investissement n'ont pas cette préoccupation: elles financent leurs absorptions via l'endettement, donc en payant la cible en argent.
2. *Hypothèse du partage du risque.* Cette hypothèse exploite le concept d'asymétrie de l'information. Si la cible connaît mieux sa valeur que ne la connaît l'initiatrice, cette dernière utilisera des actions afin de forcer la cible à partager avec elle tout effet de réévaluation subséquent. Cette asymétrie serait plus importante à mesure que la taille de la cible augmente.
3. *Hypothèse du contrôle.* Les managers seraient moins portés à payer la cible en actions si cela vient diluer leur contrôle et rend possible l'intervention externe.

- Toutefois, cette crainte de dilution se ferait sentir lorsque le niveau d'apport (en capital) des managers serait moyen. Pour des niveaux faible ou élevé, l'impact de la dilution serait moindre.
4. *Hypothèse des liquidités disponibles.* Selon Myers (1984), le manager suivrait la hiérarchie de financement suivante: autofinancement, financement via emprunt, puis via actions. De plus, Jensen (1986) avance que les firmes aptes à dégager des excédents élevés sont plus portées à payer leurs cibles en argent. Donc, les firmes disposant de grandes liquidités, aptes à dégager des excédents ou avec capacité d'endettement supérieure seraient plus susceptibles d'utiliser l'argent comme mode de paiement.
 5. *Hypothèse du contrôle externe.* Jensen (1991) avance que les investisseurs actifs procureraient plus de bénéfices aux firmes de par leur plus grande motivation à surveiller les actions des managers. Les actionnaires importants (possédant des blocs d'actions) et institutionnels seraient des exemples d'investisseurs actifs potentiels. Selon Black (1992), ceux-ci peuvent faire en sorte que les managers agissent dans l'intérêt des actionnaires, et la preuve empirique existe que les absorptions payées en actions diminuent la richesse des actionnaires des initiatrices. En conséquence, la probabilité de paiement en actions diminuerait avec la hausse de participation de ce type d'actionnaires.
 6. *Hypothèse du mode d'acquisition.* Le mode d'acquisition serait un déterminant important du mode de paiement, les fusions étant plus souvent financées par actions et les OPA en argent.
 7. *Hypothèse du cycle économique.* Les conditions économiques auraient une influence sur le choix du mode de paiement. Il a été montré qu'une hausse de l'activité économique accentuerait la probabilité de financement par actions (Taggart, 1977; Marsh, 1982; et Choe et al., 1993).

Les résultats ont démontré que les deux plus importants déterminants du mode de paiement sont (1) le mode d'acquisition et (2) les opportunités d'investissement. En effet, les OPA sont plus susceptibles d'être financées en argent, tandis que des opportunités d'investissement plus élevées pour les initiatrices hausseraient leur utilisation du paiement en actions. D'autres résultats montrent qu'il y aurait une relation non linéaire entre le niveau d'apport (en capital) des managers de l'initiatrice et la probabilité de financement par actions. Des niveaux d'apport entre 5% et 25% impliqueraient une plus faible probabilité de financement par actions, attribuable à une crainte de dilution. De plus, une participation plus élevée des investisseurs institutionnels diminuerait la probabilité de paiement en actions. Finalement, les initiatrices ayant beaucoup de liquidités préféreraient payer en argent.

21. Le mode de paiement choisi par les initiatrices serait-il relié à la réaction attendue du marché?

- Emery, G. W. et J. A. Switzer, 1999, «Expected market reaction and the choice of method of payment for acquisitions», *Financial Management* 28 (4), 73-86.

Emery et Switzer (1999) ont cherché à comprendre pourquoi on voudrait payer une acquisition en actions malgré bien des résultats connus indiquant que le marché y réagit négativement. Emery et Switzer suggèrent comme réponse que les initiatrices choisissent le mode de paiement procurant le gain anticipé le plus élevé, d'après les informations privilégiées qu'ils possèdent concernant les bénéfices et les coûts de chaque mode. Ces bénéfices et coûts seraient reliés à trois variables: (1) l'impôt; (2) l'asymétrie d'information; et (3) la compétition.

1. *L'impôt.* Il s'agit ici des conséquences fiscales du mode de paiement. Pour les actionnaires, le paiement en actions leur permet de reporter leur gain en capital imposable, ce qui n'est pas le cas lors du paiement en argent. Donc, plus les actionnaires de la cible sont exposés aux gains en capital à court terme, plus le paiement en actions est bénéfique pour eux. Pour la firme, le paiement en actions lui permet d'utiliser les pertes nettes reportées de la cible afin de diminuer son

revenu imposable, ou encore les crédits d'impôts à l'investissement et pour impôt étranger non utilisés par la cible afin de réduire ses impôts à payer (passif). Toutefois, le paiement en actions ne permet pas à l'initiatrice d'obtenir plus de déductions pour amortissement en haussant son niveau d'actifs amortissables, comme c'est le cas pour le paiement en argent. D'où, plus il y a de pertes reportées et de crédits d'impôt disponibles (comparativement aux avantages fiscaux d'amortissement possibles liés au paiement au comptant), plus le paiement en actions est bénéfique pour la firme.

2. *L'asymétrie d'information.* Le paiement en actions est avantageux lorsque l'information sur la valeur de la cible est asymétrique (ou inégalement partagée) en faveur de la cible. Il s'agit alors d'un paiement contingent reposant sur la valeur future de la nouvelle entité. Si toutefois l'asymétrie s'applique à la valeur de l'initiatrice, le paiement en argent serait plus souhaitable car l'alternative en actions signifierait que celles-ci sont surévaluées, faisant baisser leur prix.
3. *Compétition.* Finalement, il y aurait un avantage compétitif à payer comptant la cible en décourageant les concurrents moins «argentés».

L'échantillon comprend 347 groupements réussis (OPA et fusions, en argent et en actions) de la période 1967-87. Les résultats sont en accord avec la réponse suggérée par Emery et Switzer. En effet, selon leur modèle d'estimation, la majorité des managers auraient choisi le mode de paiement dont ils attendent le gain boursier anormal le plus élevé. Le marché aurait ensuite validé partiellement leurs choix, surtout dans les cas de paiements en argent. Les paiements en actions auraient toutefois procuré des gains inférieurs aux estimations du paiement en argent. Les résultats indiquent également que les choix des managers tiennent compte de l'effet de l'impôt et de l'asymétrie d'information.

22. Quelle est l'influence de la syndicalisation sur les décisions de groupement?

- Fallick, B. C. et K. A. Hassett, 1996, «Unionization and acquisitions», *Journal of Business* 69 (1), 51-73.

Fallick et Hassett (1996) ont vérifié si la syndicalisation influence la décision d'une firme de fusionner avec une autre. Les hypothèses testées sont les suivantes:

1. *L'hypothèse de l'inclination.* L'initiatrice syndiquée aurait un avantage comparatif au niveau de la négociation avec le syndicat, et serait plus susceptible d'avoir à supporter des coûts liés aux relations firme-syndicat. Donc, l'initiatrice syndiquée serait encline à absorber une cible syndiquée, vu l'avantage comparatif mentionné et la baisse des coûts de relations firme-syndicat par employé.
2. *L'hypothèse de la contagion.* Le mariage entre firme syndiquée et firme non syndiquée est peu probable, vu la peur de la seconde que se propage le syndicat de la première.
3. *L'hypothèse du transfert de richesse.* Une firme syndiquée serait ciblée par une initiatrice non syndiquée vu le transfert de richesse possible des employés syndiqués présumés surpayés vers les actionnaires et les managers. Le transfert viendrait de la renégociation ou de l'abolition des conventions collectives (on sait que la loi aux États-Unis permet d'invalider les conventions collectives en place suite à une absorption).
4. *L'hypothèse de la menace.* Les managers d'une firme peuvent tirer profit de la menace d'être ciblée par une initiatrice non syndiquée de deux façons: (1) via le transfert de richesse possible évoqué ci-dessus; et, (2) via les concessions que le syndicat menacé pourrait faire pour éviter ou retarder l'absorption; ainsi la cible verrait sa valeur hausser sur le marché des groupements. En retour, les managers n'accepteraient de considérer que les offres d'initiatrices syndiquées.

Les résultats de Fallick et Hassett indiqueraient que la syndicalisation augmente la probabilité qu'une firme se retrouve sur le marché des groupements et qu'elle soit absorbée par une initiatrice déjà syndiquée. Ainsi, les firmes syndiquées s'absorberaient entre elles, et il en serait de même pour les firmes non syndiquées, d'où le rejet de l'hypothèse du transfert de richesse.

23. Le rendement boursier des offres infructueuses diffère-t-il selon qu'elles sont refusées par la cible ou retirées par l'initiatrice?

- Davidson III, W. N., Dutia, D. et L. Cheng, 1989, «A re-examination of the market reaction to failed mergers», *The Journal of Finance* 44, 1077-1083.

Les auteurs de cette étude ont voulu vérifier si le rendement boursier des firmes différait selon que la tentative de groupement est abandonnée par l'initiatrice ou bien rejetée par la cible. Ils ont séparé un échantillon de 163 offres infructueuses de la période 1976-85 selon l'initiateur de l'annulation et mesuré les gains boursiers anormaux correspondants sur la «fenêtre» comprise entre 90 jours avant l'annonce de l'échec à 250 jours après. Les résultats semblent montrer que la cible obtiendrait des gains plus élevés si l'échec vient de son rejet de l'offre plutôt que d'un abandon de l'offre. Par contre, les initiatrices semblent perdre davantage lorsqu'elles annulent elles-mêmes leurs offres. Il serait ainsi plus rentable pour les deux firmes, initiatrice et cible, que l'offre soit annulée par la cible.

24. Entrée directe dans un marché ou groupement : comment choisir?

- McCardle, K. F. et S. Viswanathan, 1994, «The direct entry versus takeover decision and stock price performance around takeovers», *Journal of Business* 67, 1-43.

Les auteurs ont modélisé la décision des firmes de pénétrer dans un secteur soit par entrée directe⁴⁶, soit par l'absorption d'une firme existante. Leur modèle est à deux équilibres.

Selon le premier équilibre, l'entrant potentiel pénètre directement le secteur s'il a des coûts d'entrée relativement faibles; autrement, il absorbe une firme. Le choix du mode d'entrée divulgue alors le type de la firme (à coûts d'entrée faibles ou élevés). En effet, la firme «absorbante» signale qu'elle ne peut se permettre d'entrer directement, d'où une perte de pouvoir de négociation face à la cible. Par conséquent, la réaction du marché est positive pour la firme qui entre directement et négative pour celle qui tente l'absorption. Par ailleurs, lorsque la firme (à coûts d'entrée directe prohibitifs) s'avère inefficace par rapport aux cibles potentielles, elle est indifférente sur le choix de la cible. Par contre, lorsqu'elle est plus efficace que l'une d'entre elles, elle ciblera cette dernière afin d'obtenir des gains liés à la hausse de son efficacité.

Selon le second équilibre, les deux types de firmes (à coûts d'entrée faibles ou élevés) tentent de pénétrer le marché via l'absorption. Il n'y a alors aucune réaction du marché. Lorsque l'entrant potentiel est inefficace relativement aux cibles existantes, il ciblera la plus efficace car cette dernière a plus à perdre de l'entrée directe et a donc un pouvoir de négociation moindre. Toutefois, si l'entrant est plus efficace que certaines cibles et moins que d'autres, son choix de cible dépendra de deux facteurs concurrents: (1) le gain d'efficacité réalisable à partir d'une cible moins efficace; et (2) l'avantage de transiger avec une cible plus efficace au pouvoir de négociation moindre (vu qu'elle a plus à perdre d'une entrée directe).

McCardle et Viswanathan estiment, selon leur modèle, que la réaction du marché ne permet pas de conclure à un comportement irrationnel ou sous-optimal de la part des initiatrices de groupements.

⁴⁶ L'entrée directe implique que l'entrant doit partir de zéro et se construire non seulement une entreprise, mais également une image, une réputation, etc., et créer son propre produit.

25. La complémentarité en matière de liquidités donne-t-elle des groupements plus rentables?

- Kim, J.-H. et R. L. Smith, 1994, «The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns», *Journal of Business* 67 (2), 281-310.

Préambule. La politique d'investissement de la firme, en dépendant des décisions des managers opportunistes, s'avère souvent sous-optimale. On y emploie mal les ressources. D'une part, Myers et Majluf (1984) ont montré comment les managers, soucieux de consolider leur réputation dans une firme (A), endettée à souhait, vont renoncer à des projets rentables, et donc sous-investir. La situation résulte du jeu combiné d'au moins deux facteurs: le manque d'autofinancement et la pénalité du marché des actions en cas d'émission. [NB: Cette problématique est bien cernée, en français, par Poincelot (1997).]. D'autre part, Jensen (1986) a soulevé le problème de la firme (B) qui surinvestit par excédents de liquidités du fait que ses managers ont l'abus facile: ils préfèrent régner sur plus d'actifs, même improductifs, plutôt que d'évacuer judicieusement, via dividendes, les excédents de la firme vers les actionnaires. Ci-dessus, la firme A, en manque de liquidités, sous-investit et la firme B, en mal d'excédents, surinvestit. Côté A, côté B on sous-optimalise. Mais vu la complémentarité (ou synergie) potentielle en matière de liquidités, le marché des firmes ne devrait-il pas y voir l'occasion d'un groupement rentable et résoudre par là le double problème en cause de ressources mal employées? C'est la question de base posée par Kim et Smith.

Via leur étude de 177 OP (réussies et non réussies) mettant en cause des paires cibles-initiatrices à liquidités complémentaires durant la période 1980-86, les auteurs ont trouvé que: (1) de telles OP donnent des primes supérieures à la norme, tant pour la cible que l'initiatrice; (2) le gain de l'initiatrice serait encore plus élevé lorsqu'elle manque de liquidités et qu'elle vise une cible à liquidités excédentaires; (3) l'initiatrice à liquidités excédentaires connaît des rendements anormaux négatifs, ce qui suggère qu'elle tend à surpayer la cible (n'a-t-elle pas des excédents?).

Au total, il semble qu'en unissant une firme en manque de liquidités à une firme en mal d'excédents, le marché corrige en bonne partie la double sous-optimalité de leurs investissements. Notons que la cible serait toujours gagnante, quelle que soit sa situation de liquidités.

CHAPITRE 7 : Conclusion

L'objectif de cet essai est de dresser le panorama du phénomène des groupements afin de répondre à deux questions clés: «Quels sont les principaux motifs derrière les initiatives de groupement?» et «Quel est l'effet des groupements sur la richesse des actionnaires?». Avant toute réponse, il importe de souligner que le processus de groupement est complexe, dynamique, séquentiel et qu'il exige une bonne planification et la considération de ses obstacles pour rendre sa réussite plus probable.

Il ressort de cet essai que les motifs poussant au groupement sont nombreux et enchevêtrés. Selon notre synthèse, les motifs les plus exploités seraient la synergie, les ambitions managériales, la surconfiance (hubris), la discipline des managers, les avantages fiscaux, l'expansion géographique, l'élargissement de la gamme de produits, la hausse des parts de marché, l'intégration verticale ou horizontale et la solution à la faillite.

Le gain synergique est obtenu lorsque la valeur totale des firmes unies est supérieure au total de leurs valeurs prises isolément. Selon Berkovitch et Naranayan (1993), ce motif serait en cause lors des unions à gains totaux positifs. L'ambition est le motif du manager qui vise la satisfaction de ses intérêts personnels. Berkovitch et Naranayan (1993) trouvent que ce motif serait celui des groupements à gains totaux négatifs, tandis que St-Pierre (1991) ne peut rejeter l'hypothèse que le manager agit en égoïste. Toutefois, Seyhun (1990) ne soutient pas cette hypothèse. La surconfiance (dite hubris) du manager de l'initiatrice l'inciterait à surestimer le gain potentiel d'un groupement. Berkovitch et Naranayan (1993) ont détecté de faibles effets de surconfiance dans leur étude, tandis que Roll énonce les résultats d'études conformes à l'effet de surconfiance, mais uniquement pour les gains de la cible. La fonction disciplinaire des groupements permet l'évincement de managers non compétents. L'étude de Martin et McConnell (1991) indique que l'absorption facilite l'alignement du comportement des managers dans l'intérêt des actionnaires. Ghosh et Lee (2000) détectent aussi ce motif dans leur étude et Servaes (1994) n'a pu le rejeter. Toutefois, Franks et Mayer (1996) ont dû écarter le motif disciplinaire pour les groupements au Royaume-Uni. Hayn (1989)

avance le motif fiscal voulant qu'une condition à bien des absorptions soit de différer, via le paiement en actions, l'imposition du gain en capital, d'où une prime exigée moindre. Shih (1994), pour sa part, conclut que le motif des fusions conglomerales est fiscal, soit l'obtention de crédits d'impôt, d'une coassurance contre la faillite et de dépenses d'amortissement accrues. L'expansion géographique, l'élargissement de la gamme de produits, la hausse des parts de marché et l'intégration verticale ou horizontale sont des motifs avancés par Walker (2000). Selon lui, la diversification horizontale est la plus souvent évoquée. Finalement, la cible voulant éviter la faillite serait, selon Amit et al. (1989), tentée de se «mettre en vente». Toutefois, Clark et Ofek (1994) ont constaté que l'initiatrice n'arrive pas à redresser la cible.

Les gains boursiers émanant des groupement sont étudiés sous trois points de vue: à l'annonce, pour la période post-groupement et sous l'influence de diverses variables. Il en est ressorti que l'actionnaire, s'il a du flair et s'il veut gagner beaucoup, devrait investir dans les actions d'une future cible plutôt que dans celles d'une future initiatrice. En effet, la cible semble être la grande gagnante lors des transactions de groupement, tandis que l'initiatrice ne semble pas perdre, tout au plus. Voici donc les principales conclusions tirées de l'analyse des rendements.

En général, la cible s'approprie la grande majorité des gains boursiers à l'annonce, l'initiatrice n'en obtenant que de faibles, souvent non significatifs. Selon Asquith (1983), ceci serait le résultat de la possession, par la cible, des ressources créatrices de valeur. Toutefois, même si plusieurs auteurs concluent que l'initiatrice perd lors des groupements, d'autres avancent plutôt qu'elle y gagne, mais moins que la cible.

L'étude des rendements post-groupement vérifie si les gains de la courte période sont conservés à long terme. Selon Loughran et Vijh (1997) et Rau et Vermaelen (1998), les rendements à long terme de l'initiatrice sont significativement plus élevés pour les OP que pour les fusions, pour lesquelles les rendements sont négatifs. De plus, le paiement en argent lui procurerait des gains à long terme plus élevés que celui en actions. Quant à la cible, elle n'obtiendrait que des rendements à long terme positifs, mais plus élevés lors des OP réglées en argent. Healy et al. (1992) ont montré que les groupements (d'activités

semblables en particulier) obtiennent des performances supérieures à long terme via une hausse de productivité de leurs actifs. Au total, les gains à long terme de la cible sont positifs et ceux de l'initiatrice dépendent des caractéristiques du groupement, mais leur union signifie en général une performance accrue.

Plusieurs facteurs jouent sur les rendements obtenus et leur partage. Pour la cible, elle a avantage à être de taille relative élevée (Jarrell et Poulsen, 1989; Walker, 2000) et à susciter la compétition entre plusieurs initiatrices (Bradley et al., 1988). La réglementation via la Williams Act lui est favorable (Jarrell et Poulsen, 1989), malgré que l'adoption de cette loi a eu un effet réducteur sur la fréquence des absorptions (Malatesta et Thompson, 1993) et que l'adoption de toute loi réglementant les groupements signifie une baisse boursière pour les firmes touchées (Karpoff et Malatesta, 1989). L'opposition de ses managers lui est également bénéfique (Jarrell et Poulsen, 1989). Finalement, les régimes d'actionnariat des salariés, tout en ayant un effet dissuasif sur les acquéreurs potentiels, haussent le gain de la cible (Chaplinsky et Niehaus, 1994).

L'initiatrice, pour sa part, retire de meilleurs gains lorsqu'elle possède une participation préalable dans la cible (Bessière, 1999), cette participation diminuant la prime offerte (Betton et Eckbo, 2000) malgré qu'elle l'incite à surpayer en contexte de surenchère (Burkart, 1995). Les motifs d'expansion géographique et de hausse des parts de marché seraient associés à de meilleurs rendements (Walker, 2000). Toutefois, des flux monétaires dégageables élevés diminuent son rendement, en accord avec l'hypothèse de Jensen (1986) et les tests de Lang et al. (1991). Par ailleurs, l'initiatrice de type chevalier blanc a tendance à surpayer pour sauver la cible d'une acquisition hostile, d'où ses pertes boursières (Banerjee et Owers, 1992; Niden, 1993).

Certaines caractéristiques sont bénéfiques (sur le plan boursier) autant pour la cible que pour l'initiatrice. Tel est le cas du paiement conditionnel (Ang et Kohers, 2000) et de la présence d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration (Cotter et al., 1997; Byrd et Hickman, 1992). De plus, l'union d'une firme en manque de liquidités à une firme en mal d'excédents procure des gains supérieurs pour les deux parties (Kim et Smith, 1994). Il serait également plus rentable pour les deux parties que l'échec d'une

offre provienne de son rejet par la cible que de son abandon par l'initiatrice (Davidson et al., 1989). Finalement, les gains des cible et initiatrice sont plus élevés si l'on règle en argent (Walker, 2000; Eckbo et Langohr, 1989).

En ce qui concerne les firmes combinées, la fusion unisectorielle crée plus de valeur que la fusion conglomerale (Maquieira et al., 1998) et les gains totaux les plus élevés proviennent de l'absorption d'une cible mal gérée (ratio q de Tobin faible) par une initiatrice bien gérée (ratio q élevé) (Lang et al., 1989; Servaes, 1991). La fusion mère-filiale est également créatrice de valeur, d'où des gains positifs pour la filiale-cible et la mère-initiatrice (Slovin et Sushka, 1998). Mentionnons pour terminer que la syndicalisation hausserait la probabilité qu'une firme se retrouve sur le marché des groupements et qu'elle soit absorbée par une initiatrice déjà syndiquée (Fallick et Hassett, 1996).

À noter que l'étude typique sur les groupements comprend divers tests visant à expliquer les performances boursières anormales (en pourcentages) des parties autour de la date d'offre, et cela en fonction d'hypothèses sur les motifs de l'initiatrice. De toute évidence, il n'y a pas consensus sur les motifs dominants comme on l'a vu ci-dessus, même si l'ambition de l'initiatrice de profiter de synergies avec la cible semble répandue et soutenue comme justification au groupement. Par ailleurs, il ressort clairement que les gains boursiers (en pourcentages) appartiennent surtout aux actionnaires de la cible, l'initiatrice se contentant d'un faible pourcentage en moyenne (ce qui n'exclut pas des pertes dans certains cas). Lorsque le groupement s'effectue, il signifie presque toujours en moyenne pour l'entité réunie une valorisation, du moins à court terme. Certains chercheurs (Bradley et al., 1988; Bessière, 1999; etc) ont voulu vérifier la répartition en valeurs anormales créées (VAC) des gains des parties plutôt qu'en pourcentages, vu que la taille de l'initiatrice typique dépasse largement celle de la cible. Ils ont pu voir alors que la répartition des gains exprimés en VAC demeurait très favorable à la cible, mais que l'initiatrice y trouvait meilleur compte que ne l'indiquait les gains exprimés en pourcentages.

Au total, le groupement est un processus où l'initiatrice, en quête d'expansion, prend le pari, et le raccourci, d'acquérir une cible déjà bien implantée plutôt que d'investir à l'interne. Pour rafler la cible, et s'éviter ainsi bien des étapes de l'investissement classique, elle offre une prime à la hauteur des résistances rencontrées, eu égard à la surenchère possible. Les actionnaires en place de la cible y trouvent d'ordinaire un gain substantiel, soit une bonne partie des effets de synergie escomptés du groupement. L'initiatrice y trouve également son compte sous forme d'un gain boursier non négligeable en moyenne... mais peut-être aussi sous d'autres formes plus difficiles à quantifier: en avantages compétitifs, en économies de temps dans son calendrier d'expansion, etc. Et cela, bien sûr, reste à étudier.

ANNEXE A1: Tendances sectorielles et transnationales récentes au groupement au Canada

L'importance des groupements par secteur industriel au Canada est révélée au tableau A1-1 pour les premiers semestres de 2001 et de 2000. Malgré le ralentissement économique de 2001, les secteurs du Pétrole et gaz et des Pâtes et papiers connaissent tout autant sinon plus de groupements. Le secteur Produits industriels, malgré une baisse de 50% en nombre, demeure le plus enclin à la concentration avec 30% (=134/454) des transactions au premier semestre 2001. Pour certains secteurs (Services financiers, Marchandisage, Transport et environnement) l'activité de groupement baisse en nombre mais augmente en valeur.

Tableau A1-1

Les groupements au Canada par secteur industriel pour le premier semestre de l'année.

Secteur industriel	2001		2000	
	Nombre de transactions	Valeur en millions \$	Nombre de transactions	Valeur en millions \$
Produits industriels	134	11,225	264	37,412
Pétrole et gaz	74	18,248	72	9,969
Services financiers	50	13,667	65	6,084
Communications et média	48	3,074	54	16,027
Biens de consommation	43	4,204	71	51,816
Pâtes et papiers	20	5,038	12	7,037
Services publics	20	2,795	20	9,283
Marchandisage	20	2,518	45	923
Transport et environnement	18	1,631	27	682
Métaux et minéraux	10	981	17	865
Biens immobiliers	9	1,760	28	2,551
Or et argent	7	5,163	10	5,657
Pipeline	1	235	6	1,113
TOTAL	454	70,539	691	149,419

Source: Site web de Crosby & Co.

Quant aux tendances transnationales, il y aurait eu plus d'absorptions de cibles étrangères par des initiatrices canadiennes (N=119) que l'inverse (N=75) au cours du premier semestre de 2001, comme le révèle le tableau A1-2. De plus, c'est surtout avec les États-Unis que les groupements canado-étrangers se font et ce, dans les deux sens.

Tableau A1-2
Transactions de groupements entre le Canada et l'étranger

	1 ^{er} semestre 2001		1 ^{er} semestre 2000	
	Nombre de transactions	Valeur en millions \$	Nombre de transactions	Valeur en millions \$
Cibles localisées à l'étranger absorbées par des initiatrices canadiennes				
Firmes étrangères	119	27,319	180	22,975
Firmes canadiennes à l'étranger	19	1,495	15	2,072
Total	128	28,814	195	25,047
Cibles localisées au Canada absorbées par des initiatrices étrangères				
Firmes canadiennes	75	16,587	109	75,224
Firmes étrangères au Canada	22	3,891	36	7,614
Total	97	20,478	145	82,838
Principal pays acquéreur de cibles localisées au Canada				
États-Unis	52	14,108	69	9,804
Principal pays cible d'initiatrices canadiennes				
États-Unis	68	20,172	142	19,845

Source: Site web de Crosby & Co.

ANNEXE A2: L'effet de diverses variables sur les rendements des groupements au Royaume-Uni (UK): Franks et Harris (1989).

Ici, nous poursuivons l'étude de Franks et Harris abordée dans les sections 5.1 et 5.2. Nous voyons ici l'effet de certaines variables sur les rendements anormaux (RA) des groupements.

L'effet du type de groupement

Le tableau A2-1 compare les RA au Royaume-Uni (UK) et aux Etats-Unis (US) selon le type de groupement. Ces résultats proviennent d'une étude non publiée par les auteurs en 1987.

Tableau A2-1
RA (%) des firmes au UK et aux US selon le type de groupement (1955-1985)
(% positifs et N entre parenthèses)

	Mois 0 ^a		Mois -4 à +1	
	UK	US	UK	US
A. Cibles				
OP	24,0* (88; 1693)	23,3* (90; 229)	30,1* (85; 1693)	34,9* (86; 229)
Autres^b	14,8* (73; 121)	14,7* (81; 1210)	20,0* (79; 121)	20,7* (79; 1210)
B. Initiatrices				
OP	1,2* (51; 1012)	1,0 (54; 164)	8,0* (65; 1012)	0,7 (52; 164)
Autres^b	-3,6* (40; 46)	0,1 (49; 861)	5,2 (59; 46)	1,5 (52; 861)

^a US = le mois de l'annonce (selon le *Wall Street Journal*); UK = le mois le plus tôt entre les quatre habituels: la date de première approche, la date de première offre, la date «non-conditionnelle ou liante» et le mois du dernier jour où les données sur les actions de la cible sont disponibles.

^b US = pour les cas des fusions, etc. UK : « Schémas d'entente »⁴⁷

Source: Franks et Harris (1989, p. 237)

Les rendements des cibles sont semblables dans les deux pays, mais ceux des OP sont plus élevés. Les initiatrices obtiennent également de meilleurs rendements lors des

⁴⁷Un accord entre la firme et ses créanciers ou actionnaires pour effectuer une acquisition. Il doit y avoir l'approbation d'au moins 50% (représentant 75% de la valeur) des créanciers ou actionnaires, et l'approbation du tribunal.

<http://w1.xrefer.com/entry.jsp?xrefid=467246&secid=-&hh=1>

OP dans les deux pays. Par contre, ces rendements dans les 6 mois étudiés sont plus élevés pour les firmes UK que les firmes US.

L'effet de la taille relative

La grande taille typique de l'initiatrice rend difficile la mesure de l'effet des OP sur ses rendements. Au Royaume-Uni, les initiatrices valent environ 8 cibles en moyenne. Le tableau A2-2 montre les RA des firmes selon leur taille relative.

Tableau A2-2

RA totaux (%) des firmes au Royaume-Uni selon leur taille relative (valeur marchande des actions de la cible sur celle de l'initiatrice) (1955-1985)

Taille relative	N	Mois 0		Mois -4 à +1	
		Cibles	Initiatrices	Cibles	Initiatrices
Échantillon entier	844	23,5* (87)	0,1 (46)	29,7* (88)	3,5* (65)
Moins de 50%	439	28,1* (92)	-0,1 (45)	35,5* (89)	2,3 (54)
Entre 50% et 100%	124	21,5* (87)	2,1 (48)	23,7* (84)	5,8* (61)
Plus de 100%	62	20,2* (88)	-1,2 (39)	27,6* (86)	6,0 (52)

* Significativement différent de zéro.

NB : (% positifs entre parenthèses)

Source: Franks et Harris (1989, p. 236)

Malgré que les RA des initiatrices dans les 6 mois entourant les groupements apparaissent plus élevés lorsque les cibles ont une taille relative plus grande, les différences ne sont pas significatives. De plus, il n'y a aucun effet concluant sur les rendements des initiatrices pour le mois d'annonce 0. Toutefois, les cibles obtiennent des RA significativement plus élevés lorsque leur ratio de taille relative se situe sous 50%.

Donc, la taille relative des firmes impliquées dans des OP au Royaume-Uni n'aurait pas d'effet significatif sur les rendements des initiatrices, mais uniquement sur ceux des cibles.

Effet de la réglementation (UK VS US)

Bradley et al. (1988) ainsi que Jarrell et Bradley (1980) ont soutenu que les gains des cibles ont augmenté après le passage de la Williams Act en 1968, dû à une hausse de la compétition. Franks et Harris ont voulu vérifier, en scindant leur échantillon en deux (pré- et post- Williams Act), si les rendements des cibles au Royaume-Uni suivaient la même tendance qu'aux États-Unis. Les résultats sont présentés au A2-3.

Tableau A2-3

Gains des cibles dans les groupements au Royaume-Uni avant et après 1968 (1955-1985)

Périodes de trois ans		Période entière	
Année de l'OP	RA moyens (%)	Année de l'OP	RA moyens (%)
1965-1967	26,10	1955-1968	26,08
1969-1971	31,60	1969-1984	33,56

Source: Franks et Harris (1989, p. 238)

On y voit des résultats anglais s'apparentant aux résultats américains connus : les RA des cibles sont plus élevés après le passage de la Williams Act mais est-ce à cause de cela? Puisque le Royaume-Uni n'a pas connu pareille législation en 1968,⁴⁸ les auteurs doutent que la hausse des RA des cibles américaines soit due à cette nouvelle réglementation. Si tel était le cas, le même effet ne serait pas ressenti par les cibles du Royaume-Uni. Il faudrait donc chercher ailleurs l'évolution d'alors dans les RA des cibles. (Avis aux chercheurs).

L'effet de la révision des offres et de la compétition

Les auteurs s'attendent à ce que les offres multiples (les offres révisées des initiatrices ou bien les offres concurrentes) fassent augmenter les rendements des cibles. Ces rendements supérieurs seront acquis au détriment des initiatrices (si celles-ci s'équivalent) ou proviendront du signal de synergies accrues inhérent à la concurrence

⁴⁸ Le seul changement significatif dans la réglementation au Royaume-Uni à ce moment là est une légère modification des règles de divulgation concernant la détention, par l'initiatrice, d'actions de la cible avant le groupement (participation préalable).

dans les offres. Le tableau A2-4 sépare les transactions selon que l'offre est simple ou multiple.

Tableau A2-4
RA (%) des groupements au Royaume-Uni selon que l'offre est simple, contestée ou révisée (1955-1985)

	N	Mois 0 ^a		Mois -4 à +1	
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
Toutes les offres	1445	21,9*	0,0	29,7*	3,0*
Offres uniques	1238	20,6*	0,0	27,4*	3,3*
Offres multiples					
▪ Révisées (non contestées)	123	28,7*	0,3	40,5*	0,5
▪ Contestées ^b	84	29,1*	-0,4	46,6*	2,6

^a Ici, «Mois 0» est la date la plus rapprochée entre la date de la première offre formelle et la date «non-conditionnelle ou liante».

^b Des initiatrices concurrentes tentent de s'approprier la cible en offrant de meilleures conditions.

* Significativement différent de zéro.

Source: Franks et Harris (1989, p. 239)

Il ressort du tableau que les cibles gagnent significativement plus lors des offres multiples (par une ou plusieurs initiatrices), et leur surcroît de gain est semblable que l'offre multiple vienne d'une révision par l'initiatrice initiale ou d'offres de la compétition. Quant aux gains des initiatrices, ils diminuent lors des offres multiples mais de façon non significative. Les auteurs en concluent que les offres multiples au Royaume-Uni procurent des gains totaux plus élevés, dont les cibles sont les bénéficiaires.

Franks et Harris, lors d'une autre étude en 1987, ont examiné 1439 transactions de groupements aux États-Unis afin de déceler l'effet des offres multiples dans ce pays. Le tableau A2-5 en est le résultat. On y voit que les offres contestées aux États-Unis apportent des RA plus élevés pour les cibles. Toutefois, les offres révisées donnent des RA plus élevés uniquement lorsqu'il s'agit d'OP. De plus, l'impact des offres multiples sur les cibles d'OP aux États-Unis est semblable à celui sur les groupements au Royaume-Uni, la majorité des transactions y étant d'ailleurs des OP. En ce qui concerne les initiatrices, les résultats ne démontrent pas, contrairement à l'étude de Bradley et al. (1988), qu'elles obtiennent des RA moindres lors des offres multiples.

Tableau A2-5

RA (%) des groupements au États-Unis selon que l'offre est simple, contestée ou révisée
(pour les mois -4 à +1)

	Fusions et OP		OP seulement	
	Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
Offres simples	21,6	1,8	28,1	0,7
Offres révisées (non contestées)	20,9	-1,6	35,8	3,7
Offres contestées	29,4	1,4	41,5	-0,2

Source: Franks et Harris (1989, p. 240)

Ainsi, en contrôlant les types de groupements, les gains des actionnaires des cibles dans les deux pays sont similaires. Les effets des groupements y seraient donc comparables. En bref, les résultats sont en accord avec l'hypothèse que les offres multiples, tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni, permettent l'obtention de gains totaux plus élevés pour les firmes combinées.

L'effet des participations préalables des initiatrices dans l'actionnariat des cibles

Les auteurs ont séparé leur échantillon selon que l'initiatrice avait ou non une participation préalable dans la cible et selon qu'elle se montait à moins de 30% ou plus, vu que depuis 1970 au Royaume-Uni les initiatrices doivent faire une offre pour la cible entière (et non une offre partielle) lorsqu'elles possèdent plus de 30% des actions. Le tableau A2-6 relate les résultats. On y voit que les actionnaires des cibles obtiennent des RA plus élevés lorsque les initiatrices ont une participation préalable de moins de 30%. Puisque les auteurs ont déjà montré que les offres multiples profitent plus aux cibles que les offres simples, la partie B du tableau met l'accent sur ces dernières afin que d'autres variables n'y brouillent pas les résultats. Le même effet est constaté, mais la différence est moindre. Les participations préalables de moins de 30% seraient donc liées à des RA plus élevés pour les cibles, mais une partie de cette hausse serait attribuable à une hausse de la probabilité qu'une offre soit révisée ou contestée. En effet, 27% des offres à participations inférieures à 30% s'accompagnent d'offres multiples, contre 15% pour les deux autres types d'offres.

Tableau A2-6

RA (%) des groupements au Royaume-Uni selon la participation préalable des initiatrices sur les actions des cibles (1955-1985)

	N	Mois 0		Mois -4 à +1	
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
A. Toutes les offres					
Sans participation préalable	1061	20,9*	-0,5	28,5*	2,7*
participation préalable: moins de 30%	173	27,5*	0,3	38,3*	3,3
participation préalable: 30% ou plus	207	22,1*	2,2*	28,6*	3,7
B. Seulement les offres non révisées ni contestées (offres simples)					
Sans participation préalable	927	19,8*	-0,3	26,4*	3,1*
participation préalable: moins de 30%	126	23,9*	0,1	33,4*	3,3
participation préalable: 30% ou plus	183	22,2*	2,0	28,3*	3,8

* Significativement différent de zéro

Source: Franks et Harris (1989, p. 242)

Les résultats ne permettent pas toutefois de conclure que les participations préalables haussent le pouvoir de négociation des initiatrices ou leur confèrent un avantage leur permettant d'obtenir de meilleurs profits.

Les auteurs notent que les RA sont peut-être sous-estimés puisqu'ils ne comprennent pas l'effet obtenu au moment où l'initiatrice éventuelle obtenait sa participation préalable.

Analyse par régression

Les auteurs ont aussi effectué une régression liant les RA des cibles et initiatrices (de 721 groupements) à divers facteurs plausibles selon l'équation suivante:

$$RAT_j = \beta_0 + \beta_1 \alpha_{1j} + \beta_2 \alpha_{2j} + \beta_3 \alpha_{3j} + \beta_4 \alpha_{4j} + \beta_5 \alpha_{5j} + \beta_6 \alpha_{6j} + \varepsilon_j$$

où

RAT_j = Rendements anormaux totaux de la firme j

α_1 = 1 si le type de groupement est un «schéma d'ententes» et 0 autrement

α_2 = 1 s'il y a offre multiple et 0 autrement

α_3 = 1 si l'annonce est après 1968 et 0 autrement

α_4 = 1 s'il y a une participation préalable de moins de 30% et 0 autrement

α_5 = 1 s'il y a une participation préalable de 30% ou plus et 0 autrement

α_6 = Ratio de la valeur marchande des actions cible/initiatrice

ε_j = Terme d'erreur

Tableau A2-7

Coefficients estimés de la régression des RA des groupements au UK

	Origine	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	R^2
Cibles	21,97*	2,36	8,44*	8,91*	0,84	-5,1	-0,13	2,6%
Initiatrices	4,87*	4,80	2,50	-2,60	-3,82	0,55	0,00	0,9%

Source: Franks et Harris (1989, p. 244)

Leurs résultats au tableau A2-7 montrent que, au Royaume-Uni, les cibles ont des rendements significativement supérieurs lors des offres multiples après 1968 (après l'adoption de la Williams Act aux États-Unis). Ceci vient souligner encore une fois que ce n'est sûrement pas la Williams Act qui différencie les rendements d'avant et d'après 1968 aux États-Unis. À part l'origine, aucun coefficient n'est significatif pour les initiatrices, en accord avec les résultats connus. L'origine plus élevée pour les cibles souligne encore une fois que ces dernières obtiennent des RA moyens plus élevés que les initiatrices.

Bibliographie

- Akhigbe, A., Borde, S. F. et A.M. Whyte, 2000, «The source of gains to targets and their industry rivals: Evidence based on terminated merger proposals», *Financial Management* 29 (4), 101-118.
- Amit, R., Livnat, J. et P. Zarowin, 1989, «A classification of mergers and acquisitions by motives: Analysis of market responses», *Contemporary Accounting Research* 6, 143-158.
- Ang, J et N. Kohers, 2000, «Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay», *Journal of Business* 73 (3), 445-476.
- Anslinger, P. L. et T. E. Copeland, 1999, «La croissance par acquisition: un regard nouveau», in Harvard Business Review: Les opportunités de croissance, Éditions d'Organisation.
- Asquith, P., 1983, «Merger bids, uncertainty, and stockholder returns», *Journal of Financial Economics* 11, 51-83.
- Banerjee, A. et J. E. Owers, 1992, «Wealth reduction in white knight bids», *Financial Management* 21 (3), 48-57.
- Berger, P. G. et E. Ofek, 1996, «Bustup takeovers of value-destroying diversified firms», *The Journal of Finance* 51, 1175-1200.
- Berkovitch, E. et M. P. Narayanan, 1990, «Competition and the medium of exchange in takeovers», *The Review of Financial Studies* 3, 153-174
- Berkovitch, E. et M. P. Narayanan, 1993, «Motives for takeovers : An empirical investigation», *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 28, 347-361.
- Bertin, W. J., Ghazanfari, F. et K. M. Torabzadeh, 1989, «Failed bank acquisitions and successful bidders' return», *Financial Management* 18 (2), 93-100.
- Bessière, V., «Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies», *Finéco* 9, 21-41
- Betton, S. et B. E. Eckbo, 2000, «Toeholds, bid jumps, and expected payoffs in takeovers», *The Review of Financial Studies* 13, 841-882.
- Bradley, M., Desai A. et E. H. Kim, 1988, «Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms», *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Brous, P. A. et O. Kini, 1993, «A reexamination of analysts' earnings forecasts for takeover targets», *Journal of Financial Economics* 33, 201-225.
- Burkart, M., 1995, «Initial shareholdings and overbidding in takeover contests», *The Journal of Finance* 50, 1491-1515.
- Byrd, J. W. et K. A. Hickman, 1992, «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
- Cebenoyan, A. S., Papaioannou, G. J. et N. G. Travlos, 1992, «Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders», *Financial Management* 21 (3), 58-68.
- Chaplinsky, S et G. Niehaus, 1994, «The role of ESOPs in takeover contests», *The Journal of Finance* 49, 1451-1470.
- Charest, G., Lusztig P., et B. Schwab, 1990, "Gestion financière", 2^e éd., Éditions du Renouveau Pédagogique, Montréal, 1107 p.

- Choi, D., 1991, «Toehold acquisitions, shareholder wealth, and the market for corporate control», *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 26, 391-407.
- Clark, K et E. Ofek, 1994, «Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation», *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 29, 541-565.
- Comment, R. et G. W. Schwert, 1995, «Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures», *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- Cornett, M. M. et H. Tehranian, 1992, «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», *Journal of Financial Economics* 31, 211-234.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A. et M. Zenner, 1997, «Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?», *Journal of Financial Economics* 43, 195-218.
- Cotter, J. F. et M. Zenner, 1994, «How managerial wealth affects the tender offer process», *Journal of Financial Economics* 35, 63-97.
- Damodaran, A., 2001, "Corporate Finance: Theory and Practice", 2^e éd., Wiley, 982 p.
- Davidson III, W. N., Dutia, D. et L. Cheng, 1989, «A re-examination of the market reaction to failed mergers», *The Journal of Finance* 44, 1077-1083.
- Denis, D. J. et J. M. Serrano, 1996, «Active investors and management turnover following unsuccessful control contests», *Journal of Financial Economics* 40, 239-266.
- Dewenter, K. L., 1995, «Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from The U.S. chemical and retail industries», *Journal of Financial Economics* 37, 421-441.
- Eckbo, B. E., Giammarino, R. M. et R. L. Heinkel, 1990, «Asymmetric information and the medium of exchange in takeover: Theory and tests», *The Review of Financial Studies* 3, 651-675.
- Eckbo, B. E. et H. Langohr, 1989, «Information disclosure, method of payment, and takeover premium : Public and private tender offers in France», *Journal of Financial Economics* 24, 363-403.
- Eckbo, B. E. et K. S. Thorburn, 2000, «Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada», *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 35, 1-25.
- Emery, G. W. et J. A. Switzer, 1999, «Expected market reaction and the choice of method of payment for acquisitions», *Financial Management* 28 (4), 73-86.
- Fallick, B. C. et K. A. Hassett, 1996, «Unionization and acquisitions», *Journal of Business* 69 (1), 51-73.
- Fishman, M. J., 1989, «Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions», *The Journal of Finance* 44, 41-57.
- Franks, J. R. et R. S. Harris, 1989, «Shareholder wealth effects of corporate takeovers : The UK experience 1955-1985», *Journal of Financial Economics* 23, 225-249.
- Franks, J., Harris, R. et S. Titman, 1991, «The postmerger share-price performance of acquiring firms», *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.

- Franks, J. et C. Mayer, 1996, «Hostile takeovers and the correction of managerial failure», *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- Ghosh, A. et C.-W. J. Lee, 2000, «Abnormal returns and expected managerial performance of target firms», *Financial Management* 29 (1), 40-52.
- Hayn, C., 1989, «Tax attributes as determinants of shareholders gains in corporate acquisitions», *Journal of Financial Economics* 23, 121-153.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. et R. S. Ruback, 1992, «Does corporate performance improve after mergers», *Journal of Financial Economics* 31, 135-175.
- Hudson, C. D., Jensen M. R.H. et M. J. Sullivan, 1994, «The role of medium of exchange in merger offers: Examination of terminated merger proposals», *Financial Management* 23 (3), 51-62.
- Jaffe, J., 1974, «Special information and insider trading», *Journal of Business* 47, 410-428.
- Jarrell, G.A. et A.B. Poulsen, 1989, «The returns to acquiring firms in tender offers : Evidence from three decades», *Financial Management* 18 (3), 12-19.
- Jensen, M.C., 1986, «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. et R.S. Ruback, 1983, «The market for corporate control : The scientific evidence», *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Kang, J-K, 1993, «The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms», *Journal of Financial Economics* 34, 345-371.
- Kim, J.-H. et R. L. Smith, 1994, «The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns», *Journal of Business* 67 (2), 281-310.
- Lang, L. H. P., Stulz, R. M. et R. A. Walkling, 1989, «Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers», *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.
- Lang, L. H. P., Stulz, R. M. et R. A. Walkling, 1991, «A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidders returns», *Journal of Financial Economics* 29, 315-335.
- Loderer, C. et K. Martin, 1990, «Corporate acquisitions by listed firms : The experience of a comprehensive sample», *Financial Management* 19 (4), 17-33.
- Loderer, C. et K. Martin, 1992, «Postacquisition performance of acquiring firms», *Financial Management* 21(3), 69-79.
- Martin, K. J., 1996, «The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership», *The Journal of Finance* 51, 1227-1246.
- Martin, K. J. et J. J. McConnell, 1991, «Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover», *The Journal of Finance* 46, 671-687
- McCardle, K. F. et S. Viswanathan, 1994, «The direct entry versus takeover decision and stock price performance around takeovers», *Journal of Business* 67 (1), 1-43.
- Ménard, L., 1994, «Dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière», Institut Canadien des Comptables Agréés, Ordre des experts comptables – France, Institut des Reviseurs d'entreprises – Belgique, 994 p.

- «Mergers and acquisitions in Canada», Directory of mergers and acquisitions in Canada, 2000, Canada's Information Source for the M&A Industry, M&A Publishing.
- Niden, C. M., 1993, «An empirical examination of white knight corporate takeovers: Synergy and overbidding», *Financial Management* 22 (4), 28-45.
- Poincelot, E., 1997, «Information asymétrique et choix financiers: Une note critique», *Finéco* 7, 83-94.
- Pound, J. et R. Zeckhauser, 1990, «Clearly heard on the street: The effect of takeover rumors on stock prices», *Journal of Business* 63 (3), 291-308.
- Rau, P. R. et T. Vermaelen, 1998, «Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms», *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
- Roll, R., 1986, «The Hubris hypothesis of corporate takeovers», *Journal of Business* 59, 197-216.
- Rousseau, L., 1990, «L'acquisition d'entreprise: dynamisme et facteurs de succès», Presses de l'Université du Québec, 208 p.
- Schwert, G. W., 1996, «Markup pricing in mergers and acquisitions», *Journal of Financial Economics* 41, 153-192.
- Schwert, G. W., 2000, «Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?», *The Journal of Finance* 55, 2599-2640.
- Servaes, H., 1991, «Tobin's Q and the gains from takeovers», *The Journal of Finance* 66, 409-419.
- Servaes, H., 1994, «Do takeover targets overinvest?», *The Review of Financial Studies* 7, 253-277.
- Servaes, H. et M. Zenner, 1994, «Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States», *Financial Management* 23 (4), 42-56.
- Seyhun, H. N., 1990, «Do bidder managers knowingly pay too much for target firms?», *Journal of Business* 63 (4), 439-464.
- Shin, M. S. H., 1994, «Corporate tax incentives for conglomerate mergers: Model development and empirical evidence», *Contemporary Accounting Research* 10, 453-481.
- Singh, A., 1994, «Corporate takeovers», in Newman, P., Milgate, M. et J. Eatwell (éd.), *The new Palgrave: Dictionary of money and finance*, vol. 1, MacMillan Press, New-York, 480-486.
- Singh, R., 1998, «Takeover bidding with toeholds: The case of the owner's curse», *The Review of Financial Studies* 11, 679-704.
- Slovin, M. B. et M. E. Sushka, 1998, «The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics* 49, 255-279.
- St-Pierre, J. 1991, «Offres publiques d'acquisition et réactions des dirigeants», *Finéco* 1, 1-17.
- Stulz, R. M., Walkling, R. A. et M. H. Song, 1990, «The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers», *The Journal of Finance* 45, 817-833.
- Walker, M. M., 2000, «Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth», *Financial Management* 29 (1), 53-66.
- Waverman, L., 1991, «La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions», The University of Calgary Press, 311p.

Sites Web

- www.bourse.caducee.net/apprendre/offres.html
- www.cfdt-services.fr/juridique/dossiers/fusacqui.htm
- <http://www2.francetrade.fr/apprendre/offres.html>
- www.pwcglobal.com/ch/fra/about/svcs/fas/p_ukauf.html
- http://www.pwcglobal.com/ca/fra/about/svcs/tax_ma.html
- <http://www.quebecor.com>
- <http://www.finance3r.com/presse.html#10>
- <http://www.webbourse.fr/Dico.php3?Id=96>
- <http://w1.xrefer.com/entry.jsp?xrefid=467246&secid=-.&hh=1>
- <http://www.crosbieco.com/M&A.html> («Canadian M&A activity: Slow for the second consecutive quarter», CROSBIE, a specialty investment banking firm, July 12, 2001)