



TYPOLOGIE DES DÉTERMINANTS DES PRIMES D'OFFRES PUBLIQUES ET VALIDATION EMPIRIQUE À PARTIR DES NOTICES D'OPÉRATION

CÔME SEGRETAIN *

Les offres publiques drainent des capitaux considérables sur les marchés actions. Ce sont, par définition, de grandes manœuvres autour desquelles se jouent les carrières des dirigeants, les transferts de richesse entre les actionnaires et les dominations industrielles. Les prix offerts par les acquéreurs potentiels sont toujours supérieurs aux cours de Bourse précédant l'opération. Ils incorporent donc une prime ; et ce, dans des proportions très variables d'une opération à l'autre.

L'amplitude et la variabilité du phénomène expliquent l'abondance et l'ancienneté des travaux sur le sujet. Le tableau n° 1, en annexe, présente différentes mesures de la prime d'offre publique, pour comparaison avec celle obtenue dans la présente recherche : Santoni (1995) en France ; Flanagan (2003), Hayward et Hambrick (1997), Cotter (1997), Haunschild (1994), Nathan et O'Keffee (1989) sur le marché américain.

Quels sont les traits distinctifs de cette recherche permettant de la positionner au sein de la littérature ?

Cet article étudie la prime offerte relativement à diverses périodes de cotation antérieures. Or, il existe un courant de recherche fertile qui recourt, lui, aux études d'événements boursiers pour étudier les offres publiques ; par exemple, en France : Phélizon (1999), Nussenbaum et Amri (1993) ; aux États-Unis : Hand et Lynch (1999), Byllet et

* Doctorant à l'IRI-CREA, Université Paris-Dauphine, sous convention CIFRE aux AGF.

Ryngaert (1997). Pourquoi avoir choisi d'étudier les primes relatives ? En se plaçant *ex ante*, cela permet de poser le problème dans les mêmes termes que le conseil de l'opération, qui cherche à savoir à quel prix déclencher l'offre. De plus, on peut rendre ainsi compte de toutes les offres alors que les rentabilités anormales disparaissent pour les offres non abouties. Si le rendement anormal de la cible et la prime ne sont pas directement comparables, une discussion en relation avec ces articles, sur les déterminants du prix acquitté par l'offreur, est à la fois possible et fructueuse.

Pourquoi étudier toutes les offres, réussies ou non ? Pour qualifier l'ampleur des enchères successives. Pour savoir si la prime de l'offre initiale est un facteur de succès et si elle permet d'éviter le processus d'enchères.

MÉTHODOLOGIE

Variable dépendante : la prime d'offre publique

La variable étudiée est le rapport du prix acquitté par l'offreur à différents cours de Bourse de référence de la cible. Soit pour une Offre publique d'achat :

Prime i = (Prix de l'offre/Cours de Bourse moyen de la cible sur la période i) - 1

Et pour une Offre publique d'échange :

Prime i = Parité d'échange x cours de Bourse de l'acquéreur sur la période i /cours de Bourse de la cible sur la période i - 1.

Ces primes sont renseignées par l'acquéreur, dans les notices d'opérations déposées à la COB (AMF). La période i se termine la veille de la suspension des cotations après l'annonce de l'opération (Dernier cours coté). Lorsque l'opération avait été annoncée avant la suspension des cours, par exemple suite à l'acquisition préalable d'un bloc de titres, ou lorsqu'une fuite a provoqué une hausse brutale des cours, la période i se termine la veille du jour où le public a été informé. Notons que pour faire apparaître la prime la plus élevée, le banquier-conseil de l'offreur a intérêt à détecter de telles fuites. 4 primes différentes sont communiquées, une se réfère au dernier cours coté de la cible, les autres à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transaction pendant 1 mois, 3 mois et 6 mois précédant le dernier jour de cotation.

Niveau absolu de la prime

Les primes moyennes des offres publiques de notre échantillon varient de 25 % à 30 %, selon la période de référence. Les coefficients de corrélation entre les 4 mesures de la prime sont très élevés, de 0,8 à



0,96 (tableau n° 2 en annexe), ce qui confirme que nous étudions un phénomène unique. En pondérant les primes par les capitaux auxquels les opérations s'adressent, on obtient des moyennes sensiblement inférieures, soit 20 % à 22 %, car on minore alors l'impact de certaines opérations « chères payées », mais moins significatives¹.

Échantillon

L'échantillon comprend 126 opérations ; soit toutes les Offres publiques d'échange, Offres publiques d'achat et Offres mixtes, réussies ou non, survenues entre décembre 1995 et avril 2002 et portant sur des cibles cotées en France, d'une capitalisation boursière supérieure à 35 M€.

Variables explicatives et tests menés

Les variables dont on recherche un impact sur la prime peuvent être regroupées en différentes catégories, à partir desquelles est articulé cet article. Les discussions sur le rôle de ces variables abondent dans la littérature et nous ne pourrions pas ici être exhaustifs. Soit ces variables se rattachent aux gains de l'opération pour l'offreur (valorisation et objectif de cours de la cible, valorisation de l'offreur et nature du paiement, synergies et logique de l'opération) ; soit elles se rattachent au processus d'enchères (capital à conquérir, concurrence, négociation et accord de la cible) ; soit elles se rattachent aux conflits d'agence chez l'offreur (type de direction de l'offreur, effet d'Hubris, marges de manœuvre financières de l'offreur) ou chez la cible (composition de l'actionnariat et du conseil d'administration, performance managériale passée). De par la variété des argumentations l'impliquant, la structure financière de la cible est présentée à part.

La plupart des données testées proviennent des notices d'opération. La pertinence et la fiabilité de la liaison entre ces données et la prime est recherchée à l'aide de régressions simples et multiples.

LES GAINS DE L'OPÉRATION POUR L'OFFREUR

Sous-valorisation de la cible

La conviction en la sous-évaluation d'un titre peut être un motif suffisant pour déclencher une offre publique, afin de s'appropriier un potentiel de hausse. Ainsi, Jensen et Ruback (1983) ont mis en évidence l'existence de rendements boursiers anormaux négatifs dans les 6 mois précédant les offres publiques, qui ouvrent une fenêtre de sous-évaluation à l'offreur. Or, si les marchés actions sont efficaces, les titres sont correctement évalués, compte tenu des informations connues par le

public ; seul le détenteur d'une information privilégiée peut détecter une sous-évaluation profitable. Une firme du même secteur ou de la même filière fait partie des observateurs privilégiés à même de surveiller et de détecter une telle sous-évaluation.

Par inefficience du marché ou impasse stratégique provisoire, on peut envisager l'existence prolongée d'une sous-valorisation notoire, signalée par le consensus des objectifs de cours des analystes financiers, ces derniers étant des professionnels à même de valoriser les différents titres. Il faut alors s'attendre à une corrélation entre la prime et le potentiel signalé d'appréciation du titre.

À partir des 15 cibles (tableau n° 5 en annexe) pour lesquelles nous avons rassemblé les objectifs de cours², la comparaison entre les prix des OPA et le consensus est très convaincante. Il ressort que le prix de l'offre s'aligne sur le consensus (coefficient de corrélation de 0,999), en le dépassant en moyenne. Le rapport prix de l'offre/consensus est de 1,08x, avec un écart type de seulement 0,14x. Par conséquent, si la sous-évaluation d'un titre est signalée par le consensus, elle impacte la prime. L'offreur, qui paie au moins au consensus, doit payer la valorisation notoire.

Puisqu'il y a une corrélation naturelle entre les objectifs de cours et les prix des OPA, on peut présenter ces résultats différemment et de façon plus homogène avec le reste de l'échantillon, en divisant ces deux données par la moyenne des cours 3 mois avant l'offre.

Avec un coefficient de corrélation de 0,47 (significatif au seuil de 10 %) entre la prime 3 mois et la marge de progression du consensus par rapport aux cours 3 mois, la liaison entre ces deux données est la plus forte de toutes les variables explicatives de l'échantillon.

La nature du paiement

Préférence pour la liquidité ?

Le marché est en attente d'informations de la part des firmes. Il est donc considéré qu'une société cotée a une meilleure opinion de l'évolution à venir de son cours de Bourse que le marché lui-même.

Par conséquent, un offreur qui se sait dans une situation boursière favorable, qui se juge surévalué relativement aux informations qu'il va bientôt délivrer au marché, devrait naturellement profiter de cette fenêtre et recourir au paiement en titres. Ainsi, une offre en titres devrait être interprétée négativement par le marché. Inversement, les OPA devraient être préférées par le marché et acceptées avec une prime moindre. Comme le pose Fishman (1989), « cash has the advantage of serving to preempt competition by signaling a high valuation for the target ».



La préférence pour les titres

Cependant, le consensus formé par les études empiriques est de considérer que les primes des OPA sont supérieures aux primes des OPE. En effet, nombreux sont les actionnaires qui ne veulent pas se défaire de leur participation. Soit pour participer au nouveau projet industriel né de la fusion, soit pour ne pas modifier brusquement l'allocation de leurs actifs, soit pour bénéficier de la mise en œuvre des synergies et d'une appréciation des titres, soit et sans doute surtout (Nussenbaum, 1997), parce que l'OPA présente l'inconvénient d'une imposition sur les plus-values.

Une dichotomie peu significative

La variable logique « OPA » a un coefficient de corrélation proche de 0 et les écarts de moyenne de prime suivant la valeur prise par cette variable ne sont pas significatifs.

Les moyens de paiement utilisés n'ont donc pas d'impact sur la prime ; d'ailleurs la pratique est au développement des offres mixtes³, OPA ou OPE au choix des actionnaires, qui rendent cette dichotomie moins cruciale.

Synergies

5

Mauvaise allocation des ressources de la firme plutôt que sous-valorisation

Jensen et Ruback (1983) ont présenté le marché du contrôle des entreprises comme un marché où des équipes de dirigeants sont en compétition pour allouer le plus efficacement possible les ressources des sociétés.

Dans un premier temps, avec Dodd et Ruback (1977), puis Bradley (1980), on a pu croire que la rentabilité anormale positive, constatée sur les cibles ayant fait l'objet d'offres publiques ayant échoué, découlait de la réallocation des ressources qui fait suite à la révélation par l'offre de l'inefficacité interne de la cible.

Ainsi, les offres motivées par la sous-valorisation de la cible ou par la possibilité d'une meilleure affectation de ses actifs révéleraient au marché, même en cas d'échec, le potentiel d'appréciation du titre et créeraient l'attente des offres suivantes. Cependant, Bradley, Desai et Kim (1988) ont mis en évidence qu'à long terme, le signal que constitue l'offre ne suffit pas à alimenter le cours de la cible, puisque les rentabilités anormales positives s'effacent pour les cibles qui ne font pas l'objet de nouvelles offres dans les 2 ans qui suivent.

C'est pourquoi, on peut penser que le maintien d'une rentabilité anormale positive ne peut s'expliquer que par la combinaison des



ressources de la société initiatrice et de la société cible, c'est-à-dire par la mise en œuvre des synergies.

Le poids des synergies : logique industrielle et prime attachée au contrôle

D'ordinaire, les titres sont échangés entre actionnaires minoritaires. Dès lors, la prime se justifie par l'acquisition d'un paquet conséquent de titres, permettant à l'offreur l'acquisition du contrôle de la cible. Le contrôle de la cible permet aux équipes dirigeantes de l'acquéreur ou à ses actionnaires de gérer l'allocation des ressources de la cible, de nommer ses dirigeants, de prendre les décisions d'investissement, de disposer de sa trésorerie et, éventuellement, de mettre en place des synergies.

Les synergies consistent en toutes les économies et recettes supplémentaires permises par la mise en commun des moyens conjugués des deux firmes. Des synergies peuvent se concrétiser dans les économies d'échelle de production, des services administratifs ou des équipes commerciales, mais aussi dans la conquête de nouveaux contrats, dans l'amélioration du rapport de force sur les fournisseurs, sur les clients, sur les banquiers, voire sur les investisseurs ou les pouvoirs publics.

Le poids des synergies : les difficultés de la mesure

Les synergies sont souvent revendiquées par l'offreur, mais rarement explicitées. Ainsi, rares sont les offreurs qui communiquent précisément sur les synergies *ex-ante* : les notices d'opérations sont quasiment toutes muettes sur le sujet⁴. Dans la littérature, on peut citer l'étude rétrospective de Bhagat, Shleifer et Vishny *et alii* (1990) qui, à partir de sources diverses (rapports annuels, journaux) montrent que les offres publiques hostiles américaines des années 1980 ont sanctionné la piètre performance des conglomérats relativement aux entreprises spécialisées, plutôt qu'elles n'auraient permis une hausse de la productivité (faibles licenciements ou économies d'impôts).

Les données sur une mesure objective, comptable ou industrielle des synergies manquent donc. C'est pourquoi certains auteurs, comme Bradley, Desai et Kim (1988) mesurent les synergies par la rentabilité anormale positive cumulée de l'offreur et de la cible autour de l'opération. Rentabilité anormale qui se réduit à celle de la cible, puisque selon le paradoxe de l'acquéreur, très régulièrement confirmé, les gains boursiers pour les actionnaires de l'offreur sont quasi-nuls en moyenne. Par exemple, Phélizon (2001), obtient un rendement anormal cumulé sur 20 jours très légèrement et non significativement positif pour l'acquéreur, contre un rendement anormal de 11 % pour les cibles⁵ ; Bradley, Desai et Kim (1988) aux États-Unis, font état d'une rentabilité anormale positive cumulée de 31,3 % sur 100 jours, sur un



échantillon de 236 cibles entre 1964 et 1983, contre seulement 1,62 % pour les offreurs.

En adoptant cette mesure, les synergies se résument donc aux gains boursiers de la cible. Or, ces gains sont transmis à la cible du fait de la prime acquittée par l'offreur. Une telle mesure des synergies ne nous permet pas d'expliquer la prime, puisque c'est la prime qui est à l'origine de la mesure.

Mesure des synergies : les solutions adoptées

On vient de voir que l'estimation économique *ex ante* des synergies est inconnue et que leur mesure par la rentabilité anormale dégagée par l'opération conduit à leur attribuer d'emblée toute la paternité de la prime. Il existe certaines solutions pour contourner cette difficulté.

Tout d'abord, les auteurs distinguent les opérations pour lesquelles des synergies sont envisageables, de celles pour lesquelles elles ne le sont pas, pour apprécier l'effet de cette dichotomie sur la prime.

Cette distinction a permis, par exemple, à Phélizon (1999) sur le marché français de valider l'impact des synergies sur les rendements anormaux de la cible et de l'offreur. Ce, en séparant les opérations de restructurations capitalistiques intra-groupe ou de constitution de *holding* financiers, des opérations potentiellement porteuses de synergies.

Pour établir cette dichotomie, certains auteurs comparent la proximité métier (logique horizontale) de l'offreur et de la cible grâce aux classifications d'activité (codes SIC). En recherchant le nombre de chiffres du code SIC communs aux deux protagonistes, Flanagan et Shaughnessy (2001) montrent que l'absence de proximité métier entre la cible et l'offreur conduit à une dispersion plus élevée des prix de réservation et accentue l'amplitude des surenchères éventuelles.

Pour leur part, les acquisitions verticales peuvent être identifiées à partir des ventes ou achats entre les industries de l'offreur et de la cible (Haunschild, 1994).

Une autre approche est celle de Hand et Lynch (1999), qui utilisent les fonds propres de la cible, déflatés par sa capitalisation boursière, comme une variable approximant les gains de l'opération obtenus par adaptation, cession ou réallocation d'actifs. Ils reprennent en cela l'argument de Burgstahler et Dichev (1997), pour qui les fonds propres sont une mesure au coût historique de l'actif net de la firme et renseignent sur la valeur des actifs indépendamment de la façon dont ils sont utilisés, c'est-à-dire sur leur valeur d'adaptation. Hand et Lynch (1999) utilisent par ailleurs le résultat net de la cible comme une variable approximant les synergies opérationnelles permises par l'opération. Ils attendent et trouvent une corrélation positive dans les deux cas entre ces deux variables et le rendement anormal des cibles pour les offres initiales



réussies. Au contraire, on aurait pu s'attendre à ce que de faibles profitabilités permettent de substantielles améliorations opérationnelles et soient associées à des primes et des rendements anormaux élevés.

À partir des motifs exposés par l'acquéreur ou les deux parties dans la note d'opération COB, nous avons distingué les offres relevant d'une logique industrielle, des offres relevant d'une autre logique (restructuration intra-groupe, constitution de *holding* financier). Nous avons apprécié si les parties impliquées justifiaient l'opération par l'obtention de quelconques synergies ou non.

Dans l'analyse univariée menée sur l'échantillon, la variable « Logique industrielle » a un coefficient de corrélation faiblement significatif avec la prime (p (H_0 vraie) $< 20\%$), et ce, seulement pour la prime 3 mois. De son côté, l'analyse multivariée invite à rejeter le rôle de cette variable. L'absence d'impact net du motif économique de l'offre sur la prime est en contradiction avec les résultats relevés dans la littérature. Elle tendrait à invalider la distinction statistique menée (classer les opérations d'après les motifs exposés), si elle n'entraînait en résonance avec un autre résultat de cette recherche : l'absence de prime attachée au contrôle.

LE PROCESSUS D'ENCHÈRES

Le capital à conquérir

En se pré-positionnant au capital de la cible, l'offreur cherche à augmenter ses chances de parvenir à ses fins et à diminuer le coût de l'opération, puisqu'il n'aura pas à acquitter de prime sur les actions acquises préalablement à l'offre.

Stulz (1988) explicite cette causalité en soulignant le rôle joué par les actionnaires passifs. S'ils ont des prix de réservation hétérogènes, le nombre de ceux qui vendent leurs actions croît avec la prime⁶.

Dès lors, moins l'offreur devra convaincre d'actionnaires passifs et moins la prime sera élevée ; ce qui implique que la prime est une fonction décroissante de la part de capital détenue par l'offreur et croissante de la part du capital détenue ou ralliée au management de la cible.

Le seuil des 50 % permet d'observer si la recherche du contrôle par l'offreur ou sa détention préalable a un effet sur la prime. Par exemple, Dumontier et Petitt (2002) mettent en évidence que les rendements boursiers de l'offreur sont particulièrement mauvais dans le cas des offres publiques lancées sur des filiales cotées. Ils mettent également en évidence des déterminants différents (*market to book ratio* de l'acquéreur, endettement de l'acquéreur, proximité métier, concurrence) pour ces rendements, selon que l'offreur cherche à acquérir le contrôle ou non.



D'après les données recueillies dans les notices d'opération, le pourcentage de droits de vote détenus par l'offreur avant l'opération n'est pas corrélé significativement avec la prime. En revanche, en corrigeant ces données pour les offres qui font suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle⁷, on trouve un coefficient de corrélation de - 0,17, significatif au seuil de 5 %. L'analyse multivariée ne confirme pas ce résultat, et, en définitive, il faut abandonner l'idée d'un lien général entre la part des droits de vote détenus par l'offreur et la prime. La variable logique « offreur minoritaire », de valeur 1 si l'offreur n'avait pas le contrôle préalablement à l'opération, montre de même que le seuil de 50 % des droits de vote ne permet pas en moyenne à l'offreur de payer moins cher son opération. Réciproquement, ces données montrent que l'offreur ne doit pas acquitter de surprime pour acquérir le contrôle de la cible, lorsqu'on oppose les situations où il l'avait déjà, relativement aux situations où il le recherche.

Enchères et concurrence

La concurrence entre offreurs devrait conduire l'offreur ayant les possibilités de synergie ou la fraction de capital de la société cible la plus importante, à proposer la prime la plus élevée. Ceci explique le paradoxe de la nullité des gains pour les actionnaires de l'offreur. Chaque offreur est prêt à payer son prix maximum moins epsilon, pour que son concurrent ne fasse pas l'opération. Or, les anticipations de synergies sont incertaines. Elles peuvent être sous-estimées ou sur-estimées. Par conséquent, il y a de fortes chances que l'offreur « vainqueur », qui a donc le prix de réservation le plus élevé, ait surestimé les bénéfices de l'opération (Varaiya, 1988). De plus, les primes d'offres publiques sont d'autant plus élevées qu'il y a d'offeurs concurrents.

Ainsi, Bradley, Desai et Kim (1988), constatent une rentabilité anormale des cibles sur 100 jours de 45,5 % lorsqu'il existe plusieurs offreurs, contre 24,7 % dans le cas contraire. De même, Walking et Edminster (1985) trouvent que cette distinction est significative au seuil de 1 % sur le niveau de la prime. Ces mêmes études montrent que l'offreur a intérêt à acquitter une surprime dissuasive, plutôt que de risquer de déclencher un processus d'enchères, qui les amènerait à rater l'opération ou à payer une prime finale encore supérieure.

Il est facile de mettre en évidence le rôle joué par la compétition ; à l'aide d'une variable logique « offre concurrencée », de valeur 1 si un autre offreur a lancé une opération concomitante. L'analyse univariée fait ressortir un coefficient de corrélation de 0,33 entre cette variable et la prime 3 mois, significatif au seuil d'erreur de 1 %, avec un écart de moyenne de près de 20 points, selon que l'offre est concurrencée ou non. En revanche, du fait de la colinéarité entre les variables « offre



concurrencée » et « rang » (0,73) la significativité de la variable « offre concurrencée » disparaît dans la régression multiple, sans invalider le rôle joué par la compétition.

Première quantification des enchères

On mesure bien dans le tableau n° 6, en annexe, le coût des enchères pour l'offreur : 8 points de prime, puis 11, puis 30, en moyenne à chaque surenchère.

La variable « Rang » a un coefficient de corrélation positif, de 0,36, avec les primes 3 mois et 1 mois. La probabilité que l'on se trompe en rejetant l'hypothèse de nullité de ces coefficients est inférieure à 1 % (T de Student égal à 4,32 et 4,12 respectivement). L'analyse multivariée valide ces résultats, l'hypothèse que le rang d'enchères soit sans impact sur la prime étant rejetée au seuil d'erreur de 1 pour 1 000.

L'offreur n'a pas intérêt à rentrer dans un processus d'enchères... mais a-t-il un moyen de l'éviter ? Non, nous ne vérifions pas le rôle dissuasif que pourrait avoir la première offre. Selon notre échantillon, les offres uniques, qui n'ont pas déclenché de processus d'enchères (notées 0) ne sont pas plus généreuses que les offres de rang 1 (qui ont précédé des surenchères). Le déclenchement des enchères n'est donc pas causé par une offre initiale trop faible.

10

Sollicitations et négociations

Offres hostiles et offres amicales

On qualifie d'amicale, une offre à laquelle le management de la cible s'associe, et inversement d'hostile, une offre à laquelle le management de la cible s'oppose. Deux effets contradictoires s'opposent, quant à l'impact de l'hostilité d'une offre sur la prime.

Puisque les dirigeants en place sont soutenus par certains actionnaires, l'offre hostile a plus d'actionnaires à conquérir ; elle compte notamment sur les actionnaires passifs. Pour les convaincre, elle devrait donc offrir un surcroît de rémunération.

Pourtant, si une offre est acceptée par le management de la cible, c'est peut-être parce qu'elle valorise au mieux la société ; les offres amicales devraient donc faire apparaître de meilleures primes. Ainsi, certaines offres hostiles rentrent dans un processus de surenchères et finissent, après amélioration des termes de l'offre, par devenir amicales.

Sur notre échantillon, on constate que sur la période décembre 1995 - septembre 1999, les offres hostiles connaissent des primes sensiblement supérieures aux offres amicales, validant ainsi la première intuition. Les primes des opérations amicales sont 5 à 8 points plus élevées que les primes des opérations hostiles.



Sur la deuxième moitié de l'échantillon [09/99-04/02], d'une part les offres hostiles ont quasiment disparu (seulement 4 contre 64 offres amicales) et, d'autre part, les primes ont fortement augmenté. L'écart entre primes d'opérations hostiles et primes d'opérations amicales n'est donc pas significatif sur l'ensemble de l'échantillon.

La quasi-disparition récente des offres hostiles semble indiquer que les offreurs ont, depuis peu, à cœur de formuler une offre amicale pour s'acquitter d'une prime raisonnable.

Le processus de négociation préalable

Le caractère hostile ou amical d'une offre apparaît, en définitive, comme un moyen de pression de la cible sur l'offreur. C'est pourquoi, pour aller plus avant sur ce point, il faut s'intéresser au processus de négociations préalables à l'offre, processus au cours duquel les deux parties prenantes obtiennent des informations sur les synergies potentielles de l'opération. Cette démarche de modélisation des négociations préalables a été conduite par Bessière (1997), qui montre que l'offre amicale est d'autant plus souvent entreprise que les coûts d'information sont élevés, c'est-à-dire que l'asymétrie informationnelle est forte ; que la concurrence potentielle est élevée et que les synergies sont faibles.

LES CONFLITS D'AGENCE

Conflits d'agence chez l'offreur

On sait depuis Jensen et Ruback (1983) que la théorie de l'agence trouve un champ d'application premier dans les politiques d'expansion des firmes, menées souvent dans l'intérêt des dirigeants plutôt que dans celui des actionnaires. Plutôt que de distribuer des dividendes, les dirigeants seraient enclins à entreprendre des acquisitions coûteuses, afin d'améliorer leur situation personnelle. Roll (1986) a, lui, mis en avant l'orgueil ou la présomption des dirigeants (hypothèse d'Hubris), qui surestiment leur dextérité à réussir leurs acquisitions.

Dès lors, nombreux sont les travaux recherchant des déterminants des primes d'offres publiques dans le degré de convergence des intérêts de la direction et des actionnaires ou dans l'aisance que pourraient avoir les dirigeants à mener leur politique d'acquisitions.

Dans cet esprit, on peut ainsi citer sur le marché français Santoni (1995), qui a mis en évidence l'impact du type de direction de l'offreur sur la prime. Les directions de type managérial étant à l'origine de primes plus élevées que celles de type actionnarial.

Plus récemment, on peut prendre l'exemple de l'étude de Hayward et Hambrick (1997) qui, à l'aide d'un échantillon de 106 acquisitions de



grande taille (capitaux drainés >100 M\$), mettent en évidence l'impact de l'effet d'Hubris sur la prime d'offre publique. L'effet d'Hubris est mesuré dans cet article par trois indicateurs corrélés positivement avec la prime : la performance boursière récente de la firme, la reconnaissance médiatique des dirigeants et la valeur que s'accordent à eux-mêmes les dirigeants (extension récente de leurs attributions et salaire relatif).

Les données recueillies ici permettent de tester l'influence de la taille de la cible sur la prime. Elles montrent que la taille de la cible, mesurée par sa capitalisation boursière, est significativement et négativement corrélée avec la prime. Le coefficient de corrélation est égal à - 0,18 et l'on peut rejeter l'hypothèse de sa nullité au seuil d'erreur de 5 %.

Cette liaison semble témoigner d'un meilleur contrôle des dirigeants des acquéreurs lors des opérations majeures. Ainsi, un encadrement plus rigoureux des opérations majeures permettrait d'éviter les primes très élevées ou fantaisistes. Une façon similaire d'interpréter ce résultat est de considérer que plus les opérations sont grosses, moins les offreurs peuvent se permettre d'excès ; autrement dit les marges de manœuvre financière des dirigeants de l'acheteur auraient un impact sur la prime.

Conflits d'agence chez la cible

12

Stulz (1988) s'est interrogé sur le lien entre détention d'actions par les dirigeants et valeur de la firme. Selon lui, la valeur de la firme augmente dans un premier temps avec la fraction des actions détenues par les dirigeants, puis décroît par la suite lorsque cette proportion devient trop forte. La détention d'actions par les dirigeants permet de concilier les intérêts de ces derniers et des actionnaires ; mais si elle devient trop élevée, le rôle disciplinaire de l'offre publique ne joue plus. En considérant l'existence d'un dirigeant-actionnaire, d'un rival potentiel et d'un nombre important d'investisseurs passifs, Stulz montre que la prime de l'offre croît et que la probabilité de réalisation de l'offre diminue à raison de la participation des dirigeants au capital de la cible. De fait, dans le cas des offres hostiles, on observe ici une corrélation positive entre la part des droits de vote raliée au management en place (dirigeants + salariés + bloc des familles fondatrices) et la prime⁸.

Quant à l'influence de la bonne gouvernance ou des performances managériales des cibles, il faut citer deux pistes de recherches qui n'ont pas donné lieu ici à approfondissement empirique.

Cotter *et al.* (1997) ont recherché si la composition du conseil d'administration de la cible était un facteur de plus ou moins grande résistance aux ambitions des acquéreurs potentiels et donc un facteur augmentant la prime des offres publiques. Il ressort que les administrateurs non liés à la marche opérationnelle de la cible défendent au mieux



les intérêts de leurs actionnaires ; la barre de 50 % d'administrateurs indépendants dans la composition du conseil étant discriminante sur la prime.

Les cibles les moins « glamours », affichant de faibles multiples de capitalisation boursière sur fonds propres, laissent le champ libre à une amélioration de leur performance managériale. Les offreurs ayant alors devant eux de vastes perspectives d'améliorations pourraient se montrer plus généreux (Servaes, 1991). L'effet induit sur la prime est le même que chez Hand et Lynch (1999), une diminution de la prime à mesure du *market to book ratio*, mais avec une argumentation différente ; ici les fonds propres sont les témoins de la performance managériale passée, pas du potentiel de synergies réalisables.

LA STRUCTURE FINANCIÈRE DE LA CIBLE

Selon l'analyse de Walking et Edminster, une cible peu endettée est plus attirante, car elle facilite un paiement *cash* de l'opération et parce qu'elle permet l'utilisation d'économies fiscales latentes par hausse du levier. Le levier financier de la cible devrait donc être un facteur de décroissance de la prime. Mais, une fois l'offre formulée et si cela est autorisé, l'émission de dette et la distribution correspondante de dividendes est un moyen d'élévation mécanique du prix de l'offre et de défense de la cible (Müller, 1999).

Au contraire, selon Stulz (1988), puis Harris et Raviv (1988), l'émission de dette avant la formulation d'une offre est un moyen de financement préservant la part de capital détenue par le camp rallié au management. Par conséquent, le levier de la cible diminue la probabilité de succès de l'offre et augmente la prime à payer par l'offreur. Billett et Ryngaert (1997) défendent le même effet, mais avec une argumentation différente. La prime se justifiant par les possibilités de restructurations, celles-ci existent d'autant plus qu'il y a des actifs à restructurer, c'est-à-dire que la cible possède peu de trésorerie ou de titres de placement relativement aux actifs économiques, et est donc plus fortement endettée. Ils valident leur hypothèse aux États-Unis sur un échantillon de 145 OPA.

La revue de la littérature laisse donc subsister une interrogation, quant à l'impact du levier de la cible sur la prime. Stulz (1988) et Billett et Ryngaert (1997) défendent un impact positif, contrairement à Walking et Edminster (1985). Pour essayer de trancher, nous avons donc isolé le sous-échantillon des 20 offres hostiles, l'argument de Stulz n'étant valable que dans ce cas-là. Grâce aux états financiers publiés dans les notices d'opération, nous avons recherché le levier de la cible comme étant le rapport de sa dette nette (exercice précédant l'opération) à sa

capitalisation boursière. Il ressort que cette variable est sans impact sur la prime.

Les variables dont le rôle sur la prime a pu être validé par cette recherche sont la taille de la cible, le potentiel d'appréciation du titre signalé par les analystes et la compétition.

La taille de la cible est sur l'ensemble de l'échantillon significativement et négativement corrélée avec la prime d'offre publique, de façon simple ou en contrôlant par l'ensemble des variables. On peut y voir deux raisons. Soit un contrôle plus strict des dirigeants de l'acquéreur lors des opérations majeures, c'est-à-dire une limitation supérieure de leur liberté d'action dans les plus grandes firmes. Soit une valorisation boursière des petites entreprises qui décroche parfois de leur valeur fondamentale, valeur que l'on retrouve dans le prix d'une offre publique ; alors que les plus grandes entreprises seraient mieux suivies par les analystes ou intégreraient déjà dans leur niveau de valorisation l'éventualité d'une offre publique.

Sur un sous-échantillon réduit, il est montré que le prix des offres publiques « colle » au consensus des objectifs de cours des analystes, donc la prime au potentiel d'appréciation du titre signalé par les analystes. L'offreur doit payer la marge d'appréciation du titre, telle qu'elle est notoirement connue.

Le rôle joué par la compétition, largement mis en avant par la littérature (Dumontier, 2002 ; Bessière, 1997 ; Bradley *et al.*, 1988 ; Varaiya, 1988 ; Walking, 1985), est confirmé grâce aux variables « offre concurrencée » et « Rang ». Chaque enchère franchie se traduit par une hausse sensible de la prime. Mais 85 des 126 opérations de l'échantillon échappent aux enchères, sans doute parce que les négociations ont eu lieu en amont et ont débouché sur un accord des dirigeants de l'offreur et de la cible. Ce n'est pas le prix de l'offre initiale qui permet d'éviter le processus d'enchères, les offres uniques étant moins chères que les premières offres d'une série d'enchères.

Très logiquement, beaucoup d'offres intégrant un processus d'enchères échouent, puisqu'elles font l'objet d'une surenchère. Le prix payé n'est donc pas une garantie de succès.

Certains déterminants traditionnellement mis en avant ne sont pas confirmés par cette recherche.

Tout d'abord le caractère hostile ou amical et la nature du paiement (*cash* ou titres) sont sans impact sur la prime. C'est l'évolution des pratiques qui rend ces dichotomies inopérantes. Ainsi, les offres hostiles sont en voie de disparition. Sur les 20 offres de l'échantillon notées hostiles, 4 seulement ont eu lieu entre l'automne 1999 et l'automne



2002. Quant aux OPA, si elles se paient en moyenne plus cher que les OPE, l'écart n'est pas significatif. Sans doute parce que les avantages des deux modes de paiement s'annulent : signal positif adressé au marché par l'OPA (Fishman, 1989), mais absence d'imposition sur les plus-values pour les OPE (Nussenbaum, 1997). De plus, la pratique est au développement des offres mixtes qui rend cette distinction inopérante.

Ensuite, l'absence de prime attachée au contrôle et à la logique industrielle des opérations est inattendue.

Que les opérations soient motivées par une logique industrielle ou pour une restructuration capitalistique intra-groupe n'est pas discriminant sur la prime dans notre échantillon ; alors que cela l'était sur les rendements anormaux de la cible chez Phélizon (2001).

La logique des opérations ne produit d'écarts de moyenne significatifs que pour la prime 3 mois et au seuil d'erreur élevé de 20 %. Cette significativité disparaît totalement en contrôlant par l'ensemble des variables.

Qu'on le retire ou non des cas d'offres faisant suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle, le seuil de 50 % des droits de vote de la cible détenus par l'offreur préalablement à l'opération n'est pas discriminant sur la prime. Ce, alors que Dumontier et Petit (2002) ont récemment montré qu'il l'était sur les rendements de l'offreur.

Plus largement, le pourcentage de participation de l'offreur dans la cible n'est pas corrélé à la prime. L'analyse univariée a d'abord fait ressortir la relation négative attendue (plus l'offreur détient d'actions, moins il doit surpayer les actions qui lui manquent), qui est significative si l'on retient le niveau de détention avant l'acquisition éventuelle du bloc de contrôle. Mais l'analyse multivariée ne confirme pas ce résultat.

Le sous-échantillon des offres hostiles confirme le rôle de la compétition et de la taille de la cible. Il invalide également l'impact de la nature du paiement de l'opération ou de la part des droits de vote de l'offreur dans la cible (toujours minoritaire dans le cas d'offres hostiles). Deux variables ne sont testées que sur ce sous-échantillon : les leviers de la cible et de l'acquéreur. Toutes deux n'ont pas d'impact significatif, confirmant ainsi l'absence de consensus relevé dans la littérature quant à leurs effets sur la prime.

Des travaux en cours prolongeront cette recherche par un élargissement dans le temps de l'échantillon. D'autres déterminants devront être testés, notamment le Q de Tobin de la cible et de l'offreur, le coût du capital de l'offreur, ainsi que la composition exhaustive de l'actionnariat des cibles (offreur, autres industriels, fonds de pension, autres investisseurs et public, management et salariés, autres personnes physiques).

ANNEXE

Tableau n° 1
Différentes mesures de la prime d'offre publique

Nature de la mesure	Moyenne	Auteur	Date échantillon	Taille échantillon	Nature échantillon	Pays échantillon
Primes relatives 1 mois	28 %	Segretain	1995 - 2002	126	cibles > 35 M€ de capitalisation	France
	24 % / 28%	Santoni	1990 - 1995	83	OPA/OPE	France
	47 %	Cotter	1989 - 1992	169	Toutes offres	États-Unis
	49 %	Hayward et Hambrick	1989 - 1992	106	cibles > 100 M\$ de capitalisation	États-Unis
	52 %	Flanagan et Shaughnessy	1986 - 1995	285	offres réussies, cibles non financières	États-Unis
	53 %	Haunschild	1986 - 1993	453	offres réussies	États-Unis
	75 % / 67%	Nathan et O'Keffee	1974 - 1985	681	OPA/OPE réussies	États-Unis
	41 % / 32%	Nathan et O'Keffee	1963 - 1973		OPA/OPE réussies	États-Unis
Rentabilité anormale de la cible	11 %	Phélizon	1991 - 1997	88	Toutes offres	France
	20 %	Hand et Lynch	1987 - 1996	855	cibles non contrôlées et non financières	États-Unis
	14 %	Amri et Nussenbaum	1978 - 1990	124	OPA	France
	61 %	Billet et Ryngaert	1980 - 1989	145	OPA	États-Unis

Tableau n° 2
Régression simple ; coefficients de corrélation entre les variables

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	mo	écart	type	T	H0	T	H0	T	H0	T	H0
Variables dépendantes											
1 - % Prime/dernier cours coté	0,25	0,21									
2 - % Prime/moyenne cours 1 mois	0,28	0,23	0,92								
3 - % Prime/moyenne cours 3 mois	0,29	0,24	0,88	0,96							
4 - % Prime/moyenne cours 6 mois	0,30	0,24	0,80	0,86	0,93						
Variables explicatives											
<i>caractéristiques de l'opération</i>											
5 - offre réussie	0,78	0,42		-0,11	1,26						
6 - rang***	0,60	1,04		0,36	4,32	$p<0,01$	0,35	4,12	$p<0,01$	-0,39	
7 - offre concurrencée***	0,19	0,39		0,31	3,67	$p<0,01$	0,33	3,84	$p<0,01$	-0,52	0,73
8 - offre hostile	0,16	0,37		0,02	0,18		0,00	0,03		-0,71	0,35
9 - logique industrielle	0,56	0,50		0,12	1,31		0,14	1,57	$p<0,2$	-0,44	0,40
10 - OPA	0,64	0,48		0,07	0,76		0,10	1,10		0,04	-0,13
<i>caractéristiques de la cible</i>											
11 - ln (capi cible)**	6,53	1,67		-0,17	1,97	$p<0,05$	-0,18	2,02	$p<0,05$	-0,26	0,28
12 - % initial DDV non retraité de l'offreur dans la cible	0,36	0,32		-0,12	1,36	$p<0,2$	-0,13	1,47	$p<0,2$	0,48	-0,40
13 - % initial DDV retraité de l'offreur dans la cible*	0,30	0,33		-0,16	1,82	$p<0,1$	-0,17	1,95	$p<0,05$		

*** L'hypothèse de nullité du coefficient de corrélation est rejetée au seuil d'erreur de 1 %, avec la prime 1 mois comme la prime 3 mois.

** L'hypothèse de nullité du coefficient de corrélation est rejetée au seuil d'erreur de 5 %, avec la prime 1 mois comme la prime 3 mois.

* L'hypothèse de nullité du coefficient de corrélation est rejetée au seuil d'erreur de 10 %, avec la prime 1 mois comme la prime 3 mois

Tableau n° 3
Écart de moyenne sur la prime 3 mois en discriminant
par les variables logiques

	Nb. obs. vraies	Nb. obs. fausses	Prime moyenne des obs. vraies	Prime moyenne des obs. fausses
Offre réussie	98	28	0,28	0,34
Offre concurrencée***	25	101	0,45	0,26
Offre hostile	20	106	0,30	0,29
Logique industrielle*	72	54	0,32	0,26
OPA	81	45	0,31	0,26
Offreur minoritaire*	73	53	0,32	0,25

*** Écart de moyenne significatif au seuil d'erreur de 1 %.

* Écart de moyenne significatif au seuil d'erreur de 20 %.

Tableau n° 4
Analyse multivariée sur l'échantillon complet

	Modèle 1 : ensemble des variables			Modèle 2 : variables non rejetées par l'analyse univariée		
	Coefficient	Statistique T	P H0 valide	Coefficient	Statistique T	P H0 valide
Constante	0,54	3,32	p < 0,01	0,54	5,93	p < 0,001
Offre réussie	-0,03	-0,36				
Logique industrielle	-0,04	-0,62		-0,02	-0,38	
Rang	0,08	2,59	p < 0,01	0,08	2,72	p < 0,01
Offre concurrencée	0,08	0,99		0,06	0,80	
ln (capi cible)	-0,04	-2,70	p < 0,01	-0,04	-3,45	p < 0,001
OPA	-0,04	-0,72				
Offre hostile	-0,07	-0,84				
Offreur minoritaire, donnée retraitée	0,07	0,64				
% initial DDV de l'offreur retraité	0,01	0,09		-0,07	-0,93	
F empirique	3,75		p < 0,001	6,54		p < 0,001
R2	0,23			0,21		
R2 ajusté	0,17			0,18		

Tableau n° 5
Comparaison des consensus d'analystes et des prix d'OPA

CIBLE	Consensus des objectifs de cours des analystes avant l'offre*	Prix de l'offre	Offre/ consensus	Cours 3 mois	Prime 3 mois	(Consensus/ cours 3 mois) -1
UFB LOCABAIL	700	600	0,9x	531	13 %	32 %
GUILBERT SA	987	930	0,9x	834	12 %	18 %
COMPTOIRS MODERNES	3 778	3 700	1,0x	3 176	17 %	19 %
BERTRAND FAURE	430	430	1,0x	368	17 %	17 %
NATEXIS	434	440	1,0x	361	22 %	20 %
DASSAULT ÉLECTRONIQUE	677	690	1,0x	623	11 %	9 %
CIPE FRANCE	193	200	1,0x	194	3 %	0 %
PRIMAGAZ	83	86	1,0x	71	22 %	18 %
STRAFOR FACOM	75	80	1,1x	66	22 %	14 %
DEGREMONT	457	500	1,1x	421	19 %	8 %
NORD EST	153	171	1,1x	112	52 %	36 %
CASINO GUICHARD PERRACHON	328	375	1,1x	286	31 %	15 %
EUROPE 1	249	290	1,2x	227	28 %	10 %
STRAFOR FACOM	75	88	1,2x	66	34 %	14 %
DAUPHIN OTA	98	146	1,5x	79	85 %	24 %
moyenne			1,1x		26 %	17 %
écart type			0,1x		20 %	9 %
coefficient de corrélation	0,999					0,47**
coefficient de détermination	0,998					0,22

** Significatif au seuil de 10 %.

Source : moyennes construites d'après les objectifs de cours annoncés dans les études de société d'investissement.

Tableau n° 6
Moyenne des primes 1 mois par rang d'enchères

	Prime 1 mois				
	Rang 0	Rang 1	Rang 2	Rang 3	Rangs 4 et 5
Nb observations	86	16	16	5	2
Moyenne	0,24	0,27	0,35	0,46	0,76
Médiane	0,19	0,22	0,31	0,45	0,76
Écart type	0,20	0,19	0,19	0,30	0,48



NOTES

1. Par exemple, l'OPE en réponse d'Elf Aquitaine sur TotalFina de juillet 1999 proposait à près de 41 Md€ de titres une prime 3 mois de seulement 1,7 %, alors que l'OPA de Wessanen sur Distriborg de juillet 2000, qui concernait 30 M€ de titres, proposait une prime 3 mois de 75 %.
2. Consultation de la base Investext, recueillant les notes d'analyse, pour les OPA comprises entre décembre 1995 et septembre 1999.
3. Classées en OPA ou OPE selon les termes de l'offre principale.
4. On peut au mieux et assez rarement y lire l'impact prévisionnel des synergies sur le résultat opérationnel ou le bénéfice net par action.
5. Échantillon de 88 cibles sur 1991-1997.
6. Si les actionnaires passifs ont des prix de réservation (*i.e* des objectifs de cours) hétérogènes, la fraction des actionnaires passifs acceptant de vendre leurs actions est une fonction croissante de la prime. Soit $S(p)$ cette fraction. Soit (a) la fraction des droits de vote détenus par les dirigeants. Le prix minimum, $p(a)$, que le rival doit offrir pour emporter le contrôle de la cible satisfait la condition suivante : $S(p(a))*(1-a) = 0,5$. P est donc une fonction croissante de a .
7. Pour les cas où l'offre fait suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle, j'ai saisi le pourcentage de droits de vote détenu par l'offreur préalablement à l'acquisition du bloc, ou pourcentage de droits de vote retraité. Dans ces cas, le prix offert publiquement est le même que celui proposé pour le bloc et les primes publiées sont calculées sur des périodes de cours antérieures à l'acquisition du bloc de contrôle. La structure de l'actionnariat qui aurait pu avoir un impact sur la prime est en effet celle qui prévalait avant l'acquisition du bloc.
8. Coefficient de corrélation de 0.51 en éliminant les 7 cas particuliers (sur 20 offres hostiles) pour lesquels la participation du management est quasi nulle.

BIBLIOGRAPHIE

- AMRI et NUSSENBAUM, (1993), « L'évaluation des effets des OPA sur la richesse des actionnaires », Cahier de recherche du Crefige.
- BESSIERE V., (1997), « Une modélisation du prix d'offre publique : analyse de l'ensemble des stratégies de la firme initiatrice », in *Finance*, Vol XVIII.
- BHAGAT, SHLEIFER, VISHNY, (1990), « Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization », in *Brooking papers on economic activity*.
- BILLET M. et RYNGAERT M., (1997), « Capital structure, asset structure and equity takeover premiums in cash tender offers », in *Journal of Corporate Finance*, n° 3.
- BRADLEY R., (1980), « Interfirm tender offers and the market for corporate control », *Journal of Business*, n° 53.
- BRADLEY, DESAI, KIM, (1988), « Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms », in *Journal of financial economics*, n° 21.
- COTTER J., SHIVDASANI A., ZENNER M., (1997), « Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? », in *Journal of Financial Economics*, n° 43.
- DUMONTIER Pascal et PÉCHEROT PETIT Barbara, (2002), « Determinants of returns of acquiring firms around tender offer announcements: evidence from French control-oriented and parent-subsidary offers », Cahier de recherches de l'Université PMF Grenoble et de l'*American graduate school of international management*.
- DODD P. and RUBACK R., (1977), « Tender offers and stockholder returns an empirical analysis », in *Journal of Financial Economics*, n° 5.



TYPOLOGIE DES DÉTERMINANTS DES PRIMES D'OFFRES PUBLIQUES
ET VALIDATION EMPIRIQUE À PARTIR DES NOTICES D'OPÉRATION

- FISHMAN M., (1989), « Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions », in *Journal of Finance*, n° 44.
- FLANAGAN et O'SHAUGHNESSY, (2003), « Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums », in *Journal of Business Research*, n° 56.
- HAND J., LYNCH L., (1999), « Two roles for summary accounting data in explaining takeover premia », Working paper of the University of Virginia, KPMG and PWC.
- HARRIS M., RAVIV A., (1988), « Corporate control contests and capital structure », in *Journal of Financial Economics*, n° 20.
- HAYWARD M., HAMBRICK D., (1997), « Explaining the premiums paid for large acquisitions : evidence of CEO Hubris », *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, mars.
- JENSEN M. et RUBACK R., (1983), « The market for corporate control: the scientific evidence » in *Journal of Financial Economics*, n° 11.
- MÜLLER M. Holger, (1999), « Why tender offers should be financed with debt », Cahier de recherche de l'université de Manheim.
- NATHAN Kevin S. et O'KEFFEE Terrence B., (1989), « The rise in takeover premiums, an exploratory study », in *Journal of Financial Economics*, n° 23.
- NUSSENBAUM M., (1997), « Prises de contrôle, fusions et acquisitions », in *Encyclopédie de Gestion*.
- PHÉLIZON C., (1999), « L'influence du motif des offres publiques sur le gain boursier associé : une étude empirique sur le marché français », in *Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations*, novembre.
- PHÉLIZON C., (2001), « L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif d'acquisition », *Revue d'économie financière*.
- ROLL R., (1986), « The hubris hypothesis of corporate takeovers », in *Journal of Business*, n° 59.
- SANTONI D. M., (1995), « Identification conceptuelle et empirique des déterminants de la prime d'offre publique » ; thèse de Doctorat, Université d'Aix-Marseille, décembre.
- SERVAES H., (1991), « Tobin's Q and the gains from takeovers », *Journal of Finance*, mars.
- SEGRETAIN Côme, (2002), « Les déterminants des primes d'offres publiques », mémoire du DEA de Sciences de Gestion du CNAM, automne.
- STULZ R.M, (1988), « Managerial control of voting rights : financial policies and the market for corporate control », in *Journal of Financial Economics*, n° 20.
- STULZ, WALKING et SONG, (1990), « The distribution of target ownership and the decision of gains in successful takeovers, in *Journal of Finance*, n° 45, juillet.
- VARAIYA NP, (1988), « The winner curse » hypothesis and corporate takeovers », *Managerial and Decision Economics*, 9 (3).
- WALKING Ralph A. et EDMINSTER Robert O., (1985), « Determinants of Tender Offer Premiums », in *Financial Analyst Journal*, janvier-février.

