



**HAL**  
open science

## Fusions-acquisitions, transfert de richesses et enracinement des actionnaires : trois essais

Mohamed Thraya

► **To cite this version:**

Mohamed Thraya. Fusions-acquisitions, transfert de richesses et enracinement des actionnaires : trois essais. Gestion et management. Université de Grenoble, 2011. Français. NNT : 2011GRENG008 . tel-00683614

**HAL Id: tel-00683614**

**<https://theses.hal.science/tel-00683614>**

Submitted on 29 Mar 2012

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## THÈSE

Pour obtenir le grade de

**DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE GRENOBLE**

**préparée dans le cadre d'une cotutelle entre  
l'Université de Grenoble et l'université de Carthage**

Spécialité : **Sciences de Gestion**

Arrêté ministériel : le 6 janvier 2005 -7 août 2006

Présentée par

**«Mohamed Firas THRAYA»**

Thèse dirigée par **Michel ALBOUY** et **Oifa BENOUDA SIOUD**

préparée au sein des **Laboratoires CERAG et LEFA**

dans **les Écoles Doctorales EDSG et IHEC**

# **Fusions-acquisitions, Transferts de richesses et enracinement des actionnaires : trois essais**

Thèse soutenue publiquement le « **18 novembre 2011** »,  
devant le jury composé de :

**Monsieur Michel ALBOUY**

Professeur des universités, Université de Grenoble (Directeur de thèse)

**Madame Oifa BENOUDA SIOUD**

Maitre de Conférences, Université de Carthage (Directeur de thèse)

**Monsieur Nicolas AUBERT**

Professeur des Universités, Université du Sud Toulon Var (Président)

**Madame Dorra MEZZAZ HMAEID**

Maitre de Conférences, Université de Carthage (Rapporteur)

**Monsieur Patrick SENTIS**

Professeur des universités, Université de Montpellier 1 (Rapporteur)





L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

# **Fusions-acquisitions, transferts de richesses et enracinement des actionnaires : trois essais**

## **Résumé**

Cette thèse s'intéresse aux conflits d'agence qui peuvent exister entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires de l'entreprise initiatrice suite à une décision de fusion ou d'acquisition. Nous tentons à travers trois essais d'identifier les cas où les actionnaires de contrôle utilisent les opérations de fusions-acquisitions comme un outil de transfert de richesses des actionnaires minoritaires vers leurs propres comptes. Dans le premier essai, nous présentons une analyse théorique de ce comportement opportuniste avec deux cas portant sur des faits observés. En utilisant la méthodologie des études d'événement, nous montrons dans le deuxième essai que ce comportement peut se révéler significatif dans des cas spécifiques liés au degré d'enracinement de l'actionnaire de contrôle. Enfin, dans le troisième essai nous montrons que la prime d'acquisition peut refléter ce comportement dans les cas de fusions-acquisitions à caractère public.

### ***Mots-clés :***

Fusions-acquisitions, actionnaire de contrôle, transferts de richesses, performance, prime d'acquisition.

# **Mergers-acquisitions, transfers of wealth and the entrenchment of shareholders: three essays**

## **Abstract**

Our dissertation focuses on agency conflicts between controlling shareholders and minority shareholders of acquiring firms that may arise following a merger-acquisition decision. Through three essays, we aim to identify cases in which the controlling shareholders use mergers and acquisitions as a tool to transfer wealth from minority shareholders to their own accounts. The first essay provides a theoretical analysis of this opportunistic behavior and examines two real cases. Using event study methodology, the second essay shows that the opportunistic behavior may be important in specific cases related to the level of shareholder's entrenchment. Finally, the third essay shows that the acquisition premium may reflect this behavior in public transactions.

### ***Keywords:***

Mergers-acquisitions, controlling shareholders, transfers of wealth, performance, acquisition premium.

## **REMERCIEMENTS**

Je tiens tout d'abord à remercier chaleureusement mes directeurs de thèse Monsieur Michel Albouy et Madame Olfa Benouda qui ont accepté d'encadrer mes travaux de recherche. Cette thèse n'aurait jamais été possible sans leur disponibilité, leur soutien continu et leurs précieux conseils et recommandations.

Je remercie Madame Dorra Mezzaz Hmaied et Monsieur Patrick Sentis de m'avoir fait l'honneur d'être les rapporteurs de cette thèse et Monsieur Nicolas Aubert d'avoir accepté de participer à mon jury de thèse.

Je tiens à remercier tout particulièrement Monsieur Jens Hagendorff pour son aide précieuse lors de mon séjour en Angleterre et ses nombreuses idées qui ont apporté de nouveaux éclairages à ce travail de recherche.

J'adresse mes remerciements également à Monsieur Réal Labelle pour son accueil chaleureux à la chaire de la gouvernance et juricomptabilité à HEC Montréal et pour les échanges constructifs lors de mon séjour.

Je remercie également les professeurs Pascal Dumontier, Charles Piot, Jean-Marc Suret, Radu Burlacu, Bertrand Quéré, Isabelle Girerd-Potin, Michelle Mielly, Ezzedine Dalhoum, Mohamed Goaid, Claude Francoeur, Claude Laurin, Yves Bozec et Kevin Keasey pour leurs remarques et suggestions lors des différentes conférences auxquelles j'ai participé ou lors de nos différentes rencontres. Je tiens à remercier aussi les rapporteurs anonymes des revues auxquelles j'ai soumis mes papiers pour leurs éclairages et leurs commentaires constructifs.

Mes remerciements s'adressent aussi à la mission universitaire de Tunisie à Paris, au ministère de l'enseignement supérieur tunisien, au conseil régional Rhône-Alpes et à l'université de Grenoble pour leurs différents soutiens financiers.

Je souhaiterais aussi remercier tous mes collègues et tous mes amis qui ont contribué de près ou de loin à achever ce travail. En particulier je rends un hommage ému à notre chère collègue Hyane Trigueiro qui nous a quittés récemment.

Je voudrais enfin exprimer ma profonde gratitude à mes parents pour leur soutien, leur patience et leurs encouragements. Je leur dédie cette thèse de doctorat.



## Table des matières

<b>Introduction générale.....</b>	<b>- 11 -</b>
Bibliographie.....	- 19 -
<b>Chapitre I : L'analyse de l'opportunisme des actionnaires de contrôle dans le cas des fusions-acquisitions.....</b>	<b>- 21 -</b>
Introduction .....	- 22 -
1. L'actionnariat concentré, la théorie d'agence et les fusions-acquisitions.....	- 23 -
2. Les indicateurs financiers de l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions .....	- 37 -
2.1. La destruction de valeur .....	- 38 -
2.2. La prime d'acquisition.....	- 42 -
3. Les mécanismes favorisant l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions .....	- 46 -
3.1. Les droits de vote.....	- 47 -
3.2. L'excès des droits de vote : La séparation entre le pouvoir et la propriété ....	- 48 -
3.2.1. Les actions sans droit de vote.....	- 49 -
3.2.2. Les actions à droits de vote double .....	- 50 -
3.2.3. La limitation des droits de vote .....	- 51 -
3.2.4. Les structures pyramidales .....	- 52 -
3.2.5. Les structures à participations croisées.....	- 53 -
3.2.6. Les participations circulaires.....	- 53 -
3.3. La fonction au sein de l'entreprise .....	- 55 -
3.4. Les pactes d'actionnaires.....	- 57 -

3.5. La nature des actionnaires de contrôle .....	- 60 -
3.5.1. Les actionnaires familiaux.....	- 60 -
3.5.2. L'Etat-Actionnaire.....	- 63 -
3.5.3. Les actionnaires financiers .....	- 63 -
3.5.4. Les actionnaires institutionnels.....	- 64 -
4. Les freins à l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des fusions-acquisitions.....	- 65 -
4.1. La protection légale .....	- 65 -
4.2. Les institutions extra-légales .....	- 69 -
4.2.1. Le niveau de la compétitivité du marché des produits.....	- 69 -
4.2.2. La pression de l'opinion publique .....	- 70 -
4.2.3. Les impôts et les taxes .....	- 70 -
4.2.4. Le contrôle à travers les salariés .....	- 71 -
4.3. La gouvernance de l'entreprise.....	- 72 -
5. Exemples de transfert illégitime de la richesse vers les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions .....	- 74 -
5.1. La restructuration du groupe Wendel .....	- 75 -
5.2. L'acquisition de la Scoa par le groupe PPR .....	- 78 -
6. Conclusion.....	- 80 -
Bibliographie.....	- 82 -

## **Chapitre II : Enracinement des actionnaires de contrôle et performance à court**

<b>terme des fusions-acquisitions en France.....</b>	<b>- 91 -</b>
Introduction .....	- 91 -
1. Le contexte français et les objectifs de la recherche .....	- 94 -
2. La présentation de l'échantillon et des variables .....	- 102 -
2.1. L'échantillon.....	- 102 -
2.1.1. Les données relatives à l'actionnariat .....	- 103 -

2.2. Les variables retenues.....	- 106 -
2.2.1. La performance à court terme.....	- 106 -
2.2.2. Les variables déterminant l'enracinement de l'actionnaire.....	- 109 -
2.2.3. Les variables de contrôle .....	- 111 -
2.3. Analyse descriptive de l'échantillon.....	- 117 -
2.4. Problème d'endogénéité .....	- 122 -
3. Les analyses.....	- 123 -
3.1. L'étude d'événement .....	- 123 -
3.2. Les analyses univariées .....	- 125 -
3.2.1. Les droits de vote et la performance à court terme.....	- 126 -
3.2.2. Les typologies de l'actionnariat et la performance à court terme .....	- 127 -
3.2.3. Les variables accentuant les conflits d'agence et la performance à court terme.....	- 129 -
3.3. Les analyses multivariées .....	- 131 -
3.3.1. Les droits de vote et la performance à court terme.....	- 132 -
3.3.2. Les typologies de l'actionnariat et la performance à court terme .....	- 133 -
3.3.3. Les autres variables influençant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle et la performance à court terme .....	- 137 -
3.4. Analyses de cas particuliers d'enracinement.....	- 138 -
4. Conclusion.....	- 143 -
Bibliographie.....	- 144 -

<b>Chapitre III : les actionnaires de contrôle et la prime payée lors des fusions- acquisitions en Europe .....</b>	<b>- 156 -</b>
Introduction .....	- 156 -
1. Le contexte européen et le cadre théorique.....	- 158 -
2. La description de l'échantillon et de la méthodologie .....	- 160 -

2.1. L'échantillon.....	- 160 -
2.2. La méthodologie .....	- 161 -
2.3. Analyse descriptive de l'échantillon.....	- 165 -
3. La présentation des analyses et des résultats .....	- 169 -
3.1. Les droits de vote et la prime d'acquisition.....	- 170 -
3.2. La séparation entre la propriété et le contrôle, l'excès de séparation et la prime d'acquisition .....	- 171 -
3.3. Les mécanismes de la séparation et la prime d'acquisition.....	- 175 -
3.4. Autres effets sur la prime d'acquisition.....	- 178 -
4. Conclusion.....	- 182 -
Bibliographie.....	- 183 -
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>- 188 -</b>
Les limites de la recherche .....	- 192 -
Les prolongements et les voies futures de la recherche.....	- 194 -
Bibliographie.....	- 196 -
<b>Bibliographie générale .....</b>	<b>- 198 -</b>

## Liste des tableaux

Tableau 1.1 : Principaux travaux sur la prime de transaction de bloc de contrôle.....	- 44 -
Tableau 1.2 : Pourcentage des entreprises familiales.....	- 61 -
Tableau 2.1 : Anticipations de l'impact des facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sur la performance à court terme.....	- 102 -
Tableau 2.2 : Définition et sources des variables.....	- 115 -
Tableau 2.3 : Statistiques Descriptives .....	- 118 -
Tableau 2.4 : Matrice de corrélation entre les variables .....	- 120-
Tableau 2.5 : Tests de significativité des rentabilités anormales cumulées.....	- 124 -
Tableau 2.6 : Intervalles de votes et performance à court terme.....	- 127 -
Tableau 2.7 : Types d'actionnaires de contrôle et performance à court terme .....	- 128 -
Tableau 2.8 : Facteurs accentuant l'enracinement et performance à court terme .....	- 129 -
Tableau 2.9 : Mécanismes de la séparation et la performance à court terme.....	- 131 -
Tableau 2.10 : Facteurs influençant l'enracinement et performance à court terme ...	- 134 -
Tableau 2.11 : Types d'actionnaires de contrôle et performance à court terme .....	- 136 -
Tableau 2.12 : Cas particuliers d'enracinement et performance à court terme.....	- 140 -
Tableau 3.1: Définition et sources des variables.....	- 166 -
Tableau 3.2 : Nombre de transactions.....	- 167 -
Tableau 3.3 : Statistiques descriptives .....	- 168 -
Tableau 3.4 : Droits de vote et prime d'acquisition .....	- 172 -
Tableau 3.5 : Séparation, Excès de séparation et prime d'acquisition.....	- 174 -
Tableau 3.6 : Mécanismes de la séparation et prime d'acquisition.....	- 177 -
Tableau 3.7 : Droits de vote et diversification .....	- 179 -

## Liste des graphiques

Graphique 1.1 : Cas de l'entreprise Mercialys.....	- 40 -
Graphique 1.2 : Rentabilités anormales de 'Mercialys', du groupe 'Casino' et du groupe Rallye autour de la date d'annonce (05/03/2009). .....	- 41 -
Graphique 1.3 : Régime des participations croisées .....	- 54 -
Graphique 1.4 : Participations circulaires .....	- 54 -
Graphique 1.5 : Organigramme du groupe Wendel au 31 décembre 2006.....	- 76 -
Graphique 1.6 : Organigramme du groupe Wendel au 31 décembre 2007.....	- 76 -
Graphique 2.1 : Chaine d'actionariat et de contrôle de Casino Guichard-Perrachon...	- 105 -
Graphique 2.2 : Rentabilités Anormales Moyennes (RAM) et Rentabilités Anormales moyennes Cumulées (RAC) sur une fenêtre d'événement (-20, +10 jours) .....	- 124 -

## Introduction générale

Les approches pratiques et académiques de la gouvernance de l'entreprise s'intéressent de plus en plus aux problèmes de l'appropriation injuste des richesses de l'entreprise par les personnes qui en détiennent les commandes. Qu'ils soient actionnaires ou dirigeants, ces personnes sont tentées d'utiliser leur position dominante et leur pouvoir discrétionnaire afin de dévier à leur profit, des ressources de l'entreprise au lieu de les partager avec les autres parties prenantes. Empiriquement, l'appropriation des ressources de l'entreprise de la part de la coalition de contrôle<sup>1</sup> a été examinée dans plusieurs contextes. Les premiers travaux, qui ont analysé cet aspect, se sont focalisés sur les compensations et les avantages excessifs acquis par les dirigeants (Jensen et Meckling (1976), Holmstrom (1979)), ainsi, que sur les investissements non rentables établis dans l'intérêt de ces derniers ((Baumol (1959) ; Jensen (1986)). Les études ultérieures se sont plutôt intéressées aux aptitudes des initiés à détourner les ressources des entreprises pour leurs bénéfices privés (Grossman et Hart (1980), Barclay et Holderness (1989), Hart (1995), Zingales (1994), Grossman et Hart (1988), Bebchuk et al. (2000), Shleifer et Wolfenzon (2002)). Ce détournement se manifeste sous plusieurs formes, notamment la vente des

---

<sup>1</sup> La coalition de contrôle est le groupe de contrôle composé de deux types d'agents économiques: les dirigeants et les actionnaires importants. Le maux (2003) définit la coalition de contrôle comme l'ensemble des acteurs économiques disposant des caractéristiques suivantes :

- un accès à l'ensemble des outils et mécanismes de gestion et de contrôle (par exemple : audit interne, décisions stratégiques...). Cet accès est, par définition, impossible aux actionnaires extérieurs;
- une large information concernant la société contrôlée : la coalition de contrôle, qui est au centre du nœud de contrats que représente la firme, dispose d'un meilleur accès à l'information comparativement à l'ensemble des partenaires de la firme.

actifs de l'entreprise pour leurs profits, le transfert d'actifs à d'autres entreprises auxquelles ils sont reliés et ce, à des prix dérisoires, l'octroi des prêts intergroupes sans garantie ou avec des taux bien inférieurs à ceux appliqués sur le marché, l'injection de ressources dans des investissements qui leur conviennent et l'implication dans des opérations de fusions-acquisitions peu judicieuses.

Dans la théorie d'agence, les fusions-acquisitions étaient largement perçues comme un moyen d'opportunisme au profit des dirigeants qui leur permet de favoriser leurs intérêts privés et détourner une part de la richesse de l'entreprise. En effet, l'acquisition d'une autre entreprise permet aux dirigeants d'accroître la taille de l'entreprise ce qui permet d'augmenter leurs rémunérations ainsi que leur prestige (Bliss et Rosen (2001), Grinstein et Hribar, (2004), Harford et Li (2007)) et d'assurer la sécurité de leur emploi (Amihud et Lev (1981), Denis et al. (1997)). Les rendements anormaux négatifs obtenus en général par l'entreprise acquéreuse constituent un argument fort pour justifier l'insatisfaction des actionnaires minoritaires quant au choix des dirigeants pour une fusion ou une acquisition. En effet, seules les opérations de fusions-acquisitions reposant sur des motivations économiques claires sont susceptibles de créer de la valeur. Le choix des cibles parfois non optimal pour l'entreprise, le prix payé en excès relativement à l'apport réel de l'opération, la différenciation du secteur d'activité, les critères de sélectivité des cibles, sont souvent des raisons qui poussent les actionnaires minoritaires à s'interroger sur les réelles motivations des opérations de fusions-acquisitions et à quitter éventuellement l'entreprise au cas où ils se méfient des mauvais choix de la part du dirigeant.

Le débat en matière de gouvernance actionnariale s'est longtemps concentré sur les conflits entre les dirigeants et les actionnaires et ce, en raison de l'accroissement de la taille des grandes sociétés par actions et la dispersion de l'actionnariat aux Etats-Unis (Berle et Means (1932), Jensen et Meckling (1976)). Avec l'émergence des travaux qui s'intéressent à la prédominance des structures d'actionnariat concentrées dans la plupart des pays (Shleifer et Vishny (1997), La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000), Faccio et Lang (2002)), le débat sur la théorie d'agence s'est légèrement déplacé vers les rapports entre les actionnaires dominants et les petits porteurs de capitaux



(Charreaux (2006)). L'actionnaire dominant ou plus couramment l'actionnaire de contrôle est celui qui, sans nécessairement détenir la majorité du capital d'une société, en contrôle une part suffisamment importante lui permettant de décider les orientations stratégiques de l'entreprise, ou à la rigueur, ces orientations ne pourront pas être mises en œuvre sans son accord. En dépit de sa position déterminante dans la prise des décisions, peu d'études se sont interrogées sur le rôle et l'impact de cet actionnaire de contrôle dans les opérations de fusions-acquisitions (Hamza (2009)).

La vision stratégique de l'actionnaire de contrôle peut ne pas être très différente de celle d'un simple dirigeant en matière de fusions-acquisitions, toutefois, cet actionnaire détient une participation non négligeable dans le capital de son entreprise qui devrait avoir un impact sur les décisions stratégiques d'investissements. Cet impact peut, d'une part, être positif dans la mesure où l'actionnaire de contrôle va bénéficier, grâce à sa participation, des flux directement générés par les synergies financières de l'opération et il va, par conséquent, orienter les critères de son choix d'acquisition vers l'optique de la maximisation de la richesse de l'entreprise. D'autre part, l'impact peut être négatif dans la mesure où la dite participation lui acquiert un pouvoir de contrôle important qui lui permet d'avoir moins d'oppositions dans la prise des décisions, il peut ainsi acquérir une cible répondant à ses propres intérêts privés et ce aux dépens des intérêts des autres parties prenantes.

Plusieurs moyens peuvent encourager un actionnaire de contrôle à entreprendre une acquisition pour satisfaire ses ambitions privées notamment sa forte participation aux droits de vote, sa faible participation aux droits aux bénéficiaires, sa position relativement importante dans l'entreprise, son influence sur les élections des membres du conseil d'administration ou du directoire, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, le degré élevé de l'asymétrie informationnelle, les actions de concert et les réseaux sociaux qui le relient avec les autres parties prenantes. Aussi, la typologie de l'actionnaire de contrôle peut être un élément clé dans l'explication de l'opportunisme de cet actionnaire. Par exemple, les actionnaires familiaux ont tendance à être impliqués dans la direction et l'administration de l'entreprise, ceci augmente leur pouvoir discrétionnaire dans la prise des décisions.

Généralement, l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle et sa quête pour les bénéfices privés deviennent plus inquiétants lorsque cet actionnaire exerce son pouvoir sur son entreprise à travers un groupe de sociétés (Bebchuk et al. (2000) ; Claessens et al. (2002)). Au sein des groupes de sociétés, les problèmes d'agence sont plus accentués, étant donné la forte concentration de propriété et l'étendue du pouvoir des actionnaires de contrôle qui excède parfois significativement leurs droits aux bénéfices. Afin de maintenir leur contrôle à travers un large groupe de sociétés, les actionnaires de contrôle utilisent des structures pyramidales, des participations croisées, des chaînes multiples de contrôle et des actions à droits de vote multiples. Grâce à ces mécanismes, les actionnaires de contrôle sont en mesure de consolider leur pouvoir tout en minimisant leur participation au capital. Dans ces cas, un actionnaire de contrôle est moins concerné par la valorisation de son entreprise et il peut facilement dévier de l'objectif de la maximisation de la richesse de l'entreprise.

En contre partie, d'autres moyens sont susceptibles de bloquer ou de freiner la conduite opportuniste de l'actionnaire de contrôle qui vise l'acquisition d'une entreprise cible favorisant ses intérêts. La loi est le premier frein à l'encontre du comportement abusif de l'actionnaire de contrôle. Cependant, la loi peut ne pas être efficace lorsque sa mise en application est difficile ou lorsque l'actionnaire de contrôle bénéficie de l'expertise de cabinets d'affaires lui permettant de profiter de lacunes dans les textes légaux pour réaliser ses propres objectifs privés. C'est le cas notamment de l'affaire du groupe français Wendel fortement médiatisée en 2008. Au sein de ce groupe, Ernest-Antoine Seillière l'un des principaux actionnaires familiaux et président du conseil de surveillance de Wendel a bénéficié, suite à la restructuration de son groupe, de 79 millions d'euros de titres. Cette restructuration a été établie grâce à un montage juridique complexe pensé avec de grands cabinets d'affaires.

Au delà de la protection légale, d'autres moyens peuvent intervenir. Certains travaux ont mis en exergue la place des institutions extra-légales dans la protection des petits porteurs de capitaux et la limitation des bénéfices privés malgré la faiblesse des mécanismes de gouvernance (Haw et al. (2004), Dyck et Zingales (2004)). Par exemple, un actionnaire de contrôle peut ne pas se laisser conduire par son opportunisme s'il craint une pression

de l'opinion publique susceptible de menacer sa bonne réputation sociale ou un contrôle fiscal infligeant des sanctions brutales à son entreprise. Par ailleurs, une décision d'acquisition peu judicieuse, émise par l'actionnaire de contrôle, peut ne pas donner une suite favorable si elle est contestée par d'autres actionnaires importants lors d'une assemblée générale. L'actionnaire de contrôle peut, lui-même, renoncer à poursuivre ses objectifs privés si cette poursuite lui fera subir une perte non négligeable dans le cas où sa participation au capital de l'entreprise acquéreuse est assez importante. Dans ce dernier cas, les opérations d'investissement notamment les opérations de fusions-acquisitions tendent à être plus créatrices de valeur.

La détection de la conduite opportuniste ou plus précisément du transfert de richesse injuste, issu d'une opération de fusion ou d'acquisition n'est pas une simple affaire. L'estimation de cette richesse a suscité l'intérêt de plusieurs recherches académiques, mais peu d'estimateurs ont été développés compte tenu de l'aspect discrétionnaire et le caractère parfois non pécuniaire de cette richesse. La recherche en Finance s'est souvent focalisée sur la valorisation de l'entreprise pour estimer l'ampleur de la richesse déviée par les preneurs de décisions. Toutefois, une éventuelle destruction de la valeur ne représente pas nécessairement un indicateur direct de la déviation de la richesse mais montre plutôt la mauvaise qualité des choix d'investissement, des choix qui ne sont pas parfois en parfaite harmonie avec l'objectif de la maximisation de la richesse de l'entreprise.

Dans le cadre des opérations de transactions, la recherche en Finance s'est également intéressée à la prime d'acquisition comme un indicateur de la richesse déviée. En effet, le prix payé en excès pour l'acquisition, par exemple, d'un bloc important de droits de votes peut dévoiler les motivations réelles du preneur de la décision d'acquisition. L'éventuelle détention du bloc peut permettre à ce dernier le contrôle de la cible et il peut, par conséquent, imposer à l'équipe dirigeante la réalisation des projets qui enrichissent son propre patrimoine. Le pouvoir d'imposer le paiement d'une prime excédentaire dépend du degré d'enracinement du preneur de décisions dans l'entreprise. Dans ce cas, il est fort probable que le degré d'enracinement de ce dernier soit associé avec le montant de la prime. Toutefois, la surestimation de la valeur d'une entité acquise

n'est pas uniquement la résultante de la poursuite des objectifs privés. Pour cela, il faut prendre en considération d'autres éléments comme les erreurs de prévisions, la présence d'autres acquéreurs potentiels concurrents ou l'existence de synergies potentielles importantes.

## **Cadre théorique et problématique de la recherche**

Cette recherche s'inscrit principalement dans le cadre de la théorie d'agence. Elle s'intéresse aux conflits d'agence qui peuvent exister entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires suite à une décision de fusion ou d'acquisition. Les coûts d'agence sont assimilés aux bénéfices privés extraits par les actionnaires de contrôle aux dépens des actionnaires minoritaires. Notre problématique consiste dès lors à vérifier les cas où les actionnaires de contrôle utilisent des opérations de fusions-acquisitions comme un outil de transfert de richesse des actionnaires minoritaires vers leurs propres comptes. Par ailleurs, nous nous interrogeons sur les structures ou les mécanismes qui poussent davantage l'actionnaire de contrôle à extraire les richesses de l'entreprise via des opérations de fusions-acquisitions, ainsi que sur les freins qui peuvent l'empêcher d'atteindre ses objectifs privés. La valorisation de l'entreprise ou la prime d'acquisition parviennent-elles, dans le cadre de notre analyse, à prévoir le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle ?

L'idée de considérer les opérations de fusions-acquisitions comme un outil d'extraction de bénéfices privés de contrôle n'est pas nouvelle. Toutefois, notre intérêt pour cette problématique est motivé, d'abord, par la rareté des travaux qui l'ont examinée dans un contexte exclusivement français, ensuite, par l'absence de travaux qui s'appuient empiriquement sur la prime d'acquisition pour montrer la présence de bénéfices privés de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions à caractère public.

## **Organisation de la thèse**

Cette thèse est composée de trois essais distincts mais centrés autour de la même problématique de recherche. A travers ces trois essais, nous examinons le phénomène du transfert des bénéfices privés pour le compte de l'actionnaire de contrôle à partir des opérations de fusions-acquisitions. Nous établissons, dans un premier essai, une analyse générale de cette conduite opportuniste en évoquant, d'abord, les principaux travaux qui s'intéressent aux conflits d'agences liés aux opérations de fusions-acquisitions dans le cas d'un actionnariat concentré. Ensuite, nous exposons, plus en détail, les différents mécanismes qui poussent davantage ou au contraire qui limitent l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle via les opérations de fusions-acquisitions. Aussi, nous citons deux cas concrets, passés en France, décrivant le transfert illégitime de la richesse vers les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions. Par ailleurs, nous supposons, dans ce premier essai, que la conduite opportuniste peut être repérée suivant deux indicateurs financiers : la destruction de valeur et la prime d'acquisition.

Dans le deuxième essai, nous nous intéressons au premier indicateur financier en examinant la performance à court terme des entreprises françaises acquéreuses. En nous basant sur la réaction du marché autour de la date de l'annonce de l'opération de fusion ou d'acquisition, nous vérifions l'usage des actionnaires de contrôle des opérations de fusions-acquisitions en vue d'extraire des bénéfices privés de contrôle. Une réaction faible ou négative, induite par l'un des mécanismes favorisant l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle, constitue, selon notre cadre d'analyse, une validation de l'hypothèse de l'extraction des bénéfices privés lors de ces opérations. Sur un échantillon de 531 opérations de fusions-acquisitions initiées par des entreprises acquéreuses françaises, les résultats montrent, d'abord, une évolution positive des rentabilités anormales cumulées autour de la date de l'annonce, ce qui indique que le marché ne prévoit pas, en général, une extraction des bénéfices privés par les actionnaires de contrôle via les opérations de fusions-acquisitions. Toutefois, nous avons essayé de distinguer les cas où la position de l'actionnaire de contrôle accentue notablement les conflits d'agence au sein de l'entreprise acquéreuse et affaiblit significativement la réaction du marché. Pour ce faire, nous avons identifié un ensemble de facteurs

susceptibles de faire varier l'effet de l'enracinement de l'actionnaire de contrôle et d'examiner, par la suite, l'impact de ces facteurs sur la performance à court terme. Les premiers résultats montrent que les principaux facteurs comme les droits de vote, la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, le cumul des fonctions et la signature d'une action de concert ne semblent pas affecter généralement la performance. Néanmoins, dans des cas particuliers comme les opérations diversifiables, le faible actionnariat détenu par l'actionnaire de contrôle et la propriété familiale, certains facteurs affectent significativement les rentabilités anormales cumulées.

Dans le troisième essai, nous nous basons sur le deuxième indicateur qui est la prime d'acquisition payée par des entreprises acquéreuses européennes pour prévoir si les actionnaires de contrôle utiliseraient les opérations de fusions-acquisitions pour extraire des bénéfices privés de contrôle. Nous supposons qu'un actionnaire de contrôle bien enraciné est en mesure de contraindre son entreprise à surpayer une cible répondant à ses intérêts privés. Ainsi, la prime d'acquisition peut être considérée comme un indicateur pour les bénéfices privés que l'actionnaire de contrôle est en mesure d'extraire de l'opération. Dans ce cas, nous prévoyons que la prime d'acquisition devrait être positivement reliée aux indicateurs d'enracinement de l'actionnaire de contrôle. Sur un échantillon de 210 opérations de fusions-acquisitions initiées par des entreprises acquéreuses appartenant à treize pays européens, nos résultats montrent que la prime d'acquisition reflète les bénéfices privés lorsque l'actionnaire de contrôle détient un pourcentage très élevé des droits de vote ou bien lorsque ses droits de vote excèdent sa faible participation au capital de l'entreprise ou enfin, lorsqu'il contrôle indirectement son entreprise.

## **Bibliographie**

Amihud Y et Lev B, 1981, “Risk Reduction as a Managerial Motive For Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp 605-617

Baumol W, 1959, “Business Behavior, Value and Growth”, New York: Macmillan.

Bebchuk L, Kraakman R et Triantis G, 2000, “Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights”, *National Bureau of Economic Research*, pp 295-315

Berle A.A et Means G.C, 1932, “The Modern Corporation and Private Property”, MacMillan, New York.

Bliss R et Rosen R.J, 2001, “CEO Compensation and Bank Mergers”, *Journal of Financial Economics*, vol. 61, pp. 107–138.

Charreaux G et Writz P, 2006, “Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives”, *Edition Economica*, pp. 394

Claessens S., Djankov S, Fan J et Lang L, 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp 81–112.

Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, vol. 57, pp 2741-2771

Denis D.J, Denis D.K et Sarin A, 1997, “Agency problems, equity ownership and corporate diversification”, *Journal of Finance*, vol. 52, 135-160.

Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, vol. 59, No 2, pp 537-600

Faccio. M et Lang L H.P, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp 365-395

Grossman S et Hart O, 1980, “Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, vol. 11, pp 42–69.

Grossman S et Hart O, 1988, “One Share One Vote and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp 175–202

Grinstein Y et Hribar P, 2004, “CEO compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses”, *Journal of Financial Economics*, vol. 73, pp. 119–143.

Hamza T, 2009, “La performance à court et à long terme de l’acquéreur : l’impact de la détention d’une position de contrôle”, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n° 1, pp. 33-65.

Harford J et Li K, 2007, “Decoupling CEO wealth and Firm Performance: the Case of Acquiring CEOs”, *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 917–949.

Hart O, 1995, “Firms, Contracts and Financial Structure”, Oxford, U.K.: Oxford University Press.

Haw I-M, Hu B, Hwang L.S et Wu W, 2004, “Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions”, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp 423-462.

Holmstrom B, 1979, “Moral Hazard and Observability”, *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 74-91.

Jensen M, 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 76, pp. 323-329.

Jensen M et Meckling W, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 1999, “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, vol. 54, pp.471–517

Shleifer A et Vishny R, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783

Shleifer A et Wolfenzon D, 2002, “Investor Protection and Equity Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 66, pp 3-27

Zingales et Luigi, 1994, “The Value of the Voting Right: a study of the Milan Stock Exchange”, *Review of Financial Studies*, vol. 7, pp 125-148



# Chapitre I

## **L'analyse de l'opportunisme des actionnaires de contrôle dans le cas des fusions-acquisitions**

**Chapitre I : L'analyse de l'opportunisme des actionnaires de  
contrôle dans le cas des fusions-acquisitions**

*”Un actionnaire contrôle deux sociétés et impose à l’une des charges qui enrichissent la seconde. Cet actionnaire compense la perte subie dans la première société par le profit dégagé dans la seconde. Ses coassociés dans la première société n’ont pas d’intérêts dans la seconde : leur perte n’est donc pas compensée. Dans cette situation il y a conflit d’intérêt entre l’actionnaire de contrôle et ses coassociés”.* Dominique Schmidt.<sup>1</sup>

## **Introduction**

L’actionnaire de contrôle, contrairement aux autres actionnaires externes, est dans une position qui lui permet de participer rigoureusement au processus décisionnel de son entreprise et de définir ses grandes lignes stratégiques. Dès lors que cette position l’autorise à surveiller étroitement les dirigeants, elle lui permet également de leur imposer ses propres choix organisationnels, des choix qui peuvent aller même parfois à l’encontre de l’intérêt de l’organisation. La position de contrôle enrichit donc le caractère opportuniste de l’actionnaire dominant conduisant ainsi ce dernier à s’écarter des objectifs communs et poursuivre des objectifs plutôt personnels. La conduite opportuniste s’achève souvent par des conflits d’intérêts dont les coûts peuvent être assez lourds pour l’organisation. Dans ce premier chapitre, nous examinons l’opportunisme des actionnaires de contrôle au sein des entreprises ayant choisi d’initier des opérations de fusions-acquisitions.

---

<sup>1</sup> Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, 2<sup>ème</sup> édition, Editeur : Joly éditions

Lorsque l'actionnaire de contrôle prend une décision de fusion ou d'acquisition dont les opportunités de croissance ou de création de valeur ne sont pas assez claires, une certaine opposition peut émerger de la part des autres actionnaires. Cette opposition dépend du pouvoir relatif de ces derniers et des mécanismes qui sont censés les protéger contre les abus de pouvoir de l'actionnaire de contrôle. En absence d'une protection efficace des petits actionnaires et dans le cas où la position de l'actionnaire de contrôle est déterminante, ce dernier peut contraindre son entreprise à payer un prix assez élevé relativement aux éventuelles synergies de l'opération. Dans ce cas, les autres actionnaires peuvent choisir l'alternative de dernier ressort et voter avec leurs pieds. La destruction de la valeur de l'entreprise acquéreuse devient ainsi imminente.

Nous abordons ce chapitre, en premier lieu, par un survol des principaux travaux qui s'intéressent à la relation entre la structure d'actionnariat concentré et les opérations de fusions-acquisitions ; et ce, pour voir dans quels contextes les études antérieures ont montré que les actionnaires de contrôle utilisent des opérations de fusions-acquisitions pour extraire des bénéfices privés de contrôle. Ensuite, nous répondons aux trois questions suivantes : quels sont les indicateurs financiers susceptibles de repérer l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions? Quels sont les mécanismes qui poussent l'actionnaire de contrôle à favoriser son opportunisme aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires? Quels sont les contraintes qui empêchent l'actionnaire de contrôle de poursuivre ses objectifs privés? La réponse à l'ensemble de ces questions révèle, en quelque sorte, les cas où l'actionnaire de contrôle peut profiter des opérations de fusions-acquisitions pour satisfaire ses propres intérêts privés. Enfin et dans le but d'introduire un aspect réel à cette partie théorique de notre thèse, nous achevons ce chapitre par deux cas concrets relatifs au transfert illégitime de la richesse vers les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions.

## **1. L'actionnariat concentré, la théorie d'agence et les fusions-acquisitions**

Une opération de fusion ou d'acquisition est un événement ayant un impact majeur sur les orientations stratégiques et même sur la survie d'une entreprise. Un tel événement ne peut laisser personne indifférent. Qu'elle soit salariée, actionnaire ou autre, toute partie prenante est en mesure de s'intéresser et même de réagir suite à l'annonce de cet événement. Par conséquent, des conflits d'intérêts peuvent exister entre les preneurs de la décision et les autres parties prenantes particulièrement les actionnaires minoritaires. Shleifer et Vishny (1997) affirment que l'une des manifestations les plus sévères des conflits d'agences provient de l'annonce des acquisitions.

La part de l'actionnariat détenu par les preneurs de décisions dans l'entreprise peut influencer leur vision, leurs stratégies d'investissement et notamment leurs choix concernant les opérations de fusions-acquisitions et modifier, par conséquent, la nature des conflits dans l'entreprise. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, les conflits se déclenchent plus particulièrement entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires; en cas d'un actionnariat concentré, ces conflits prennent une autre envergure et impliquent des rapports antagoniques entre les actionnaires qui contrôlent l'entreprise et le reste des actionnaires.

Dans la littérature financière, le lien entre la structure de l'actionnariat et les opérations de fusions-acquisitions a suscité l'intérêt de quelques études. Parmi les premiers travaux ayant examiné ce lien, nous évoquons celui d'Amihud et Lev (1981) qui ont étudié la relation entre la structure de propriété et les opérations de diversifications. En se focalisant sur des grandes entreprises américaines, les auteurs trouvent que plus l'actionnariat est dilué, plus les dirigeants optent pour des fusions conglomerales, non profitables pour l'entreprise; et ceci afin de réduire le risque de leur révocation. Denis et al. (1997) confirment les résultats d'Amihud et Lev (1981) également pour un échantillon d'entreprises américaines. Ils trouvent une forte relation négative entre l'actionnariat des dirigeants et le degré de la diversification. Cette relation persiste après avoir contrôlé des variables ayant généralement un impact significatif sur la diversification comme la taille, l'âge et le poids des dépenses en recherches et développement. La participation des actionnaires de blocs externes est également associée négativement au degré de la

diversification. Cependant, les auteurs ne trouvent pas une relation évidente entre l'actionnariat et la destruction de valeur issue des opérations diversifiables.

Dans les études d'Amihud et Lev (1981) et Denis et al (1997), l'actionnariat des dirigeants semble être un facteur modérateur pour les problèmes d'agence dans le contexte des fusions-acquisitions. Néanmoins, l'émergence des études qui s'intéressent à la concentration de l'actionnariat entre les mains des preneurs de décisions montre que l'actionnariat concentré procure des avantages pour l'entreprise mais peut aussi engendrer des coûts. Grâce à un actionnariat concentré, le conflit d'agence classique disparaît ou tout au moins est atténué, puisque le preneur de décisions voit sa richesse mise en jeu en cas d'une décision stratégique non optimale. Par conséquent, ses intérêts vont être plutôt alignés avec ceux des actionnaires minoritaires. Dans ce cas, une opération de fusion ou d'acquisition est initiée principalement dans un objectif de création de valeur et/ou des opportunités de croissance pour l'entreprise. Toutefois, un dirigeant-actionnaire assez enraciné peut être en position de prélever des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. Dans ce cas, une opération de fusion ou d'acquisition peut être initiée pour servir ses propres intérêts privés et peut s'achever par une destruction de valeur.

En s'intéressant aux coûts et aux bénéfices de l'actionnariat concentré dans le cas des opérations de fusions-acquisitions, les études précédentes offrent des résultats mitigés qui diffèrent selon les origines légales, la présence des institutions extra-légales et l'efficacité des systèmes de gouvernance. Dans un contexte exclusivement américain, Hanson et Song (1996) montrent que l'actionnariat des dirigeants est positivement associé aux rentabilités des entreprises acquéreuses ayant une seule classe d'actions. Néanmoins, ce n'est pas désormais le cas pour les entreprises avec différentes classes d'actions. Dans ce dernier cas, l'effet de l'actionnariat sur les rentabilités est négatif mais non significatif. Ce résultat est dû à la présence d'une séparation entre la propriété et le contrôle dans les entreprises avec différentes classes d'actions. Cette séparation est négativement et significativement associée aux rentabilités des entreprises acquéreuses. Pour confirmer l'effet négatif de la séparation entre la propriété et le contrôle, les auteurs divisent l'échantillon des entreprises suivant la médiane de la variable séparation. Le

sous-échantillon correspondant à la partie supérieure de la médiane montre des rentabilités anormales cumulées négatives et significativement plus faibles que celles réalisées par le sous-échantillon correspondant à la partie inférieure de la médiane. Ces résultats indiquent que dans les entreprises ayant différentes classes d'actions, un actionnariat élevé associé à une séparation entre la propriété et le contrôle n'assure pas nécessairement un alignement d'intérêts entre les différents actionnaires, au contraire, il permet aux actionnaires-dirigeants de s'enraciner et d'entreprendre des activités dont les objectifs divergent de ceux des actionnaires minoritaires. Enfin, les auteurs trouvent que la proportion des acquisitions initiées dans un objectif de diversification est plus élevée dans le cas où la séparation est supérieure à la médiane. 75% des acquisitions ciblent des entreprises de secteur différent dans le sous-échantillon où le coefficient 'droits de vote / droit au bénéfice' est supérieur à 1.35, tandis que cette proportion est de 44% dans le cas inverse. Les auteurs concluent que dans le cas d'une forte séparation entre la propriété et le contrôle, les dirigeants adoptent des stratégies d'acquisitions leur permettant de s'enraciner davantage et de réduire par ce biais le risque de leur révocation; en contre partie, ces stratégies d'acquisitions peuvent porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Bae et al. (2002) analysent les opérations de fusions-acquisitions qui ont eu lieu à l'intérieur des groupes de sociétés coréennes. Ils examinent deux hypothèses contradictoires concernant ces opérations: l'hypothèse de la création de valeur et l'hypothèse de l'extraction des bénéfices privés. La première hypothèse repose sur une meilleure allocation des ressources financières entre les entreprises affiliées grâce aux opérations intergroupes. Selon cette hypothèse, les opérations de fusions-acquisitions au sein d'un groupe auraient plus de potentialités de création de valeur que les opérations initiées par des entreprises indépendantes. En outre, les entreprises acquéreuses qui dégagent une bonne performance avant l'offre sont susceptibles de mieux allouer les ressources au sein du groupe.

L'hypothèse de l'extraction des bénéfices privés suppose le contraire de la première hypothèse. En effet, elle repose sur la défaillance des mécanismes de gouvernance à limiter l'étendue de la marge de manœuvre des propriétaires-dirigeants du groupe. Ces

derniers profitent des opportunités offertes par le groupe pour gaspiller les ressources en faveur de leurs propres intérêts. Par conséquent, les entreprises acquéreuses appartenant à un groupe créent moins de la valeur que les entreprises indépendantes. En outre, les entreprises acquéreuses, dégageant une bonne performance avant l'offre, confèrent plus d'opportunités pour détourner les ressources du groupe et, par conséquent, la réaction du marché pour ces entreprises va être plus faible que la réaction relative aux autres entreprises.

Les résultats de cette étude supportent majoritairement l'hypothèse de l'extraction des bénéfices privés, particulièrement, pour les trente premiers larges groupes coréens. En se basant sur la réaction du marché à court terme, les résultats montrent, d'abord, que les entreprises acquéreuses appartenant aux premiers groupes réalisent des rentabilités anormales cumulées plus faibles que les autres entreprises. Les entreprises acquéreuses, dégageant une bonne performance avant l'offre, réalisent des rentabilités anormales cumulées négatives et significativement plus faibles que les autres entreprises acquéreuses.

Les variables relatives à 'l'actionnariat des propriétaires-dirigeants du groupe' et à 'l'acquisition des cibles en détresse économique par des initiatrices en bonne santé financière' sont négativement associées aux rentabilités anormales cumulées des entreprises acquéreuses, cependant, ces variables sont positivement associées au cumul des rentabilités anormales du portefeuille des autres entreprises du même groupe. Dans ce cas, il s'avère que lorsque l'entreprise acquéreuse perd de la valeur, les autres entreprises du groupe gagnent, par conséquent, il existe un transfert de richesse de l'entreprise acquéreuse vers d'autres entreprises du groupe.

Enfin, les auteurs examinent la variation de la richesse des propriétaires-dirigeants au sein du groupe au moment de l'opération de fusion ou d'acquisition. Ils montrent qu'autour de la date de l'annonce, la valeur de la participation des propriétaires-dirigeants dans l'entreprise acquéreuse baisse, cependant, elle augmente dans les autres entreprises du même groupe. La baisse globale est de l'ordre de 105 millions, tandis que l'augmentation globale est de l'ordre de 614 millions soit un gain de 509 millions. Ce dernier résultat

montre clairement que ces propriétaires-dirigeants profitent des opérations de fusions-acquisitions pour enrichir leurs propres comptes aux dépens des actionnaires minoritaires des entreprises acquéreuses.

Holmen et Knopmf (2004) examinent le cas où une entreprise acquéreuse suédoise est dominée par le même actionnaire de contrôle de la cible (« actionnaire double »). Les premiers résultats montrent que ces entreprises acquéreuses réalisent des rentabilités anormales cumulées significativement plus faibles que les autres entreprises acquéreuses n'ayant pas des actionnaires doubles. L'effet négatif de la présence des actionnaires doubles est confirmé par la relation négative entre les rentabilités anormales cumulées et une variable binaire prenant la valeur 1 au moment où les dirigeants de l'entreprise acquéreuse détiennent la plus large part des droits de vote et détiennent une participation dans la cible. En outre, cette variable binaire est positivement associée aux opérations diversifiables indiquant ainsi qu'elle engendre plus de problèmes d'agence lors des opérations de fusions-acquisitions. Malgré ces résultats, les auteurs rejettent l'hypothèse de l'existence d'un transfert de richesse vers les actionnaires doubles. Ils trouvent que le portefeuille de ces actionnaires ne dégage pas un gain significatif lors des opérations de fusions. Ils stipulent que les opérations de fusions sont motivées par la volonté des actionnaires doubles de renflouer les entreprises du groupe en situation de détresse économique.

Par ailleurs, des analyses additionnelles sont accomplies pour vérifier si l'actionnaire double modifie sa participation une année avant la transaction. Les résultats montrent que sa participation dans l'entreprise cible s'accroît significativement une année avant la transaction. La variation de sa participation au sein de l'entreprise acquéreuse, certes, n'est pas globalement significative, mais, elle est positivement associée aux opérations diversifiables. L'actionnaire double a besoin, en effet, de renforcer ses droits de vote lorsqu'il décide d'acquérir une cible de secteur différent pour limiter l'opposition des autres actionnaires. D'autre part, la variation de sa participation dans l'entreprise acquéreuse est, également, associée positivement à la participation des dirigeants de la cible dans le capital. En effet, à mesure que la participation des dirigeants de la cible augmente, ils vont exiger une prime élevée. L'actionnaire double a besoin de renforcer



son contrôle dans l'entreprise acquéreuse pour pouvoir imposer le paiement du montant élevé de la prime. Enfin, la variation de la participation dans l'entreprise acquéreuse est négativement associée à la part de ses droits de vote une année avant la transaction. En effet, moins l'actionnaire détient des droits de vote, plus il aura besoin de décrocher des droits de vote supplémentaires pour parvenir à contrôler l'entreprise et imposer la décision de fusion. Les résultats de ces analyses additionnelles nous indiquent principalement la faiblesse de la protection des actionnaires contre les délits d'initiés en Suède.

Bigelli et Megnoli (2004) examinent le cas des acquisitions italiennes initiées par des entreprises se caractérisant par une forte séparation entre le contrôle et la propriété. En Italie, la forte séparation émerge principalement à partir de deux principaux mécanismes : les structures pyramidales et à l'encontre des autres pays, de l'usage fréquent des actions sans droits de vote. Les actions sans droits de vote peuvent être émises même à plus de 50% du capital. Afin de vérifier si les opérations d'acquisitions sont utilisées par les actionnaires de contrôle comme un outil d'extraction des bénéfices privés, les auteurs examinent trois échantillons distincts.

Sur un premier échantillon de 228 acquisitions, les auteurs montrent, d'abord, que les rentabilités anormales cumulées les plus faibles sont réalisées dans les entreprises ayant une large séparation entre la propriété et le contrôle (le ratio de séparation : propriété/contrôle est inférieur à 0.225). Ils affirment qu'au sein de ces entreprises le risque de l'expropriation des actionnaires minoritaires est relativement élevé. Ensuite, l'analyse du lien entre les rentabilités anormales cumulées et la structure d'actionnariat montre une relation non monotone. A de faibles niveaux d'actionnariat, plus le dirigeant détient des droits aux bénéfices plus ses intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires minoritaires. Au delà d'un certain seuil de détention (+44%), un effet négatif d'enracinement domine l'effet positif des intérêts alignés et mène les dirigeants-actionnaires à suivre des stratégies d'investissement non profitables pour l'entreprise.

Selon les auteurs, une acquisition créatrice de valeur doit apporter une amélioration de la valeur des différentes classes de titres de l'entreprise acquéreuse, toutefois, une

acquisition, ne créant pas de la valeur et comprenant des bénéficiaires privés pour l'actionnaire de contrôle, ne peut générer des rendements positifs que pour la classe des actions comportant des droits de vote. Dans un deuxième échantillon de 56 acquisitions initiées par des entreprises ayant différentes classes d'actions cotées, les auteurs trouvent que la moyenne des rentabilités anormales cumulées est non significative pour les actions avec droits de vote et elle est significativement négative pour les actions sans droits de vote. La différence entre ces deux moyennes est significative. Dans la mesure où les actions sans droits de vote dépendent seulement de la composante droit au bénéfice, leur dévaluation est due à priori au prix d'acquisition assez élevé qui semble être supérieur aux bénéfices espérés de l'opération. Par ailleurs, la stabilité de la valeur des actions avec droits de vote est due à la réévaluation de la composante droit de vote reflétant ainsi des bénéficiaires privés potentiels. En comparant les rentabilités anormales cumulées de ces 56 acquisitions avec celles des acquisitions initiées par des entreprises ayant une seule classe d'actions, il s'avère que ces dernières sont significativement plus élevées. En effet, les entreprises ayant une double classe d'actions sont caractérisées par une séparation plus accentuée impliquant ainsi plus de problèmes d'agence, donc, il est plus probable qu'elles réalisent une performance amoindrie.

Enfin, le dernier échantillon de l'étude de Bigelli et Megnoli (2004) comprend 19 acquisitions dont l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible ont le même actionnaire de contrôle. Ces acquisitions sont plutôt des opérations intra-groupes. Malgré le faible nombre d'observations, les résultats montrent clairement un transfert de richesse des sociétés localisées en bas de la pyramide vers les sociétés localisées en haut de la pyramide où l'actionnaire de contrôle détient des parts de droits aux bénéfices non négligeables. En effet, lorsqu'une société mère acquiert une entreprise appartenant à une filiale, il semble que le prix payé est inférieur à la juste valeur de la cible, dans ce cas, le cours de l'entreprise acquéreuse réagit positivement et significativement avec une moyenne de 6,53%. Tandis que lorsqu'une filiale achète une entreprise appartenant à la société mère, le prix payé génère forcément une prime excédentaire causant ainsi la chute du cours de l'action de l'entreprise acquéreuse à -6,74% en moyenne.

Buysschaert, Deloof et Jergers (2004) examinent également l'hypothèse de Bigelli et megnoli (2004) de l'existence d'un transfert de richesse, depuis les sociétés localisées en bas de la pyramide vers les sociétés localisées en haut de la pyramide, par le biais des opérations d'acquisitions intra-groupes en Belgique. En utilisant des périodes d'événement de 61 jours et de 11 jours, les résultats montrent que les opérations d'acquisitions intra-groupes créent de la valeur pour les actionnaires minoritaires quelque soit la position de l'entreprise acquéreuse dans le groupe (en bas ou en haut de la pyramide).

L'élargissement de la taille du groupe, moyennant des acquisitions ou des participations dans des entreprises externes, représente souvent une ambition majeure pour les actionnaires de contrôle. Au moment où ils engagent une entreprise située en bas de la pyramide dans une acquisition externe servant leurs propres ambitions, ces actionnaires voudraient vraisemblablement éviter des pertes non négligeables en cas d'une mauvaise performance de l'entreprise acquéreuse. Néanmoins, en examinant les opérations de rapprochement entre des entreprises situées en bas de la pyramide et des entreprises externes aux groupes de l'échantillon, il s'avère que la valeur des entreprises en bas des pyramides n'est pas en moyenne affectée.

En conclusion, Buysschaert et al. (2004) ne confirment pas l'hypothèse selon laquelle les opérations d'acquisitions en Belgique servent comme un outil de transfert de richesse depuis les sociétés localisées en bas de la pyramide vers les sociétés localisées en haut de la pyramide ou plus particulièrement vers les actionnaires de contrôle. Après consultation des rapports annuels des groupes de l'échantillon, les auteurs expliquent la finalité des acquisitions intra-groupes par la volonté des actionnaires de contrôle à créer des groupes de sociétés plus transparents. La transparence rend les actions des entreprises du groupe plus attractives vis-à-vis des investisseurs externes.

Ben-Amar et André (2006) analysent la relation entre la structure d'actionnariat et la performance des entreprises acquéreuses canadiennes. Relativement aux autres travaux antérieurs, cette étude se distingue par la comparaison entre les entreprises acquéreuses familiales et les entreprises acquéreuses non familiales, de plus, elle intègre des

caractéristiques du conseil d'administration (taille, indépendance) pour expliquer les rentabilités anormales cumulées. En utilisant une période d'événement de 3 jours, les résultats montrent, d'abord, que les entreprises familiales sont plus performantes en termes de création de valeur lors des acquisitions que les entreprises non familiales. Le test de différence entre les rentabilités des deux sous-échantillons est très significatif. Les entreprises familiales sont davantage plus performantes au moment où un membre de la famille occupe la fonction du directeur général. Les auteurs affirment donc que les entreprises familiales canadiennes n'utilisent pas les opérations de fusions-acquisitions comme un outil d'extraction de bénéfices privés. Bien au contraire, les familles essaient d'optimiser leurs choix d'investissement pour maximiser la valeur de l'entreprise et transférer, dans les bonnes conditions, leurs actifs aux générations futures.

Comme Bigelli et megnoli (2004), Ben-Amar et André trouvent une relation non monotone entre la structure d'actionariat des dirigeants et la performance des entreprises acquéreuses. Cette relation est positive pour des niveaux faibles d'actionariat et à un seuil donné (point d'inflexion = 49.2%), elle s'inverse dans le sens négatif indiquant ainsi un effet d'enracinement dominant à des niveaux élevés d'actionariat. Par ailleurs, l'actionariat des autres actionnaires de blocs externes a un impact positif sur la performance. Il est clair que ces actionnaires ont le pouvoir d'assurer le suivi de l'entreprise afin qu'elle adopte des stratégies créatrices de valeur.

Concernant la séparation entre le contrôle et la propriété, contrairement aux attentes, toutes les variables utilisées pour mesurer la séparation ne révèlent aucun effet sur la performance. Il semble que le marché canadien ne considère pas nécessairement l'excès du contrôle par rapport à la propriété comme un facteur destructeur de valeur. Ce constat est expliqué principalement par l'efficacité de l'environnement légal (La porta et al. (1998)) et les institutions extra-légales (Dyck et Zingales (2004)) au Canada. Par conséquent, un excès de contrôle ne constitue pas une menace pour les actionnaires minoritaires.

Enfin, il semble que les caractéristiques du conseil d'administration ont un impact significatif sur la performance des entreprises acquéreuses. L'indépendance du conseil,

couramment perçue comme un bon mécanisme de gouvernance, a un effet positif sur les rentabilités anormales cumulées. Pour conserver leur bonne réputation qui leur servira à gagner d'autres positions dans d'autres conseils, les administrateurs indépendants sont plus enclins à mieux représenter les intérêts des actionnaires minoritaires et assurer une meilleure prise de décisions. Néanmoins, le nombre des administrateurs affecte négativement les rentabilités anormales cumulées. En effet, une grande taille du conseil d'administration peut accroître les désaccords potentiels entre les membres qui se traduisent par des coûts de communication et de coordination.

Faccio et Stolin (2006) examinent la proportionnalité de la distribution de la valeur créée entre les actionnaires lors des opérations d'acquisitions en Europe. Suivant les travaux précédents, les auteurs se basent sur la réaction du marché à court terme pour anticiper si les actionnaires de contrôle bénéficient disproportionnellement des opérations d'acquisitions. Néanmoins, la spécificité de cette étude est qu'elle crée une mesure spécifique à l'expropriation. Cette dernière est estimée par la différence entre la variation de la richesse de l'actionnaire de contrôle dans les entreprises directement contrôlées par lui (variation effective) et la variation de sa richesse au sein de l'entreprise acquéreuse (variation implicite) autour de la date d'annonce. La mesure est la suivante :

$$\text{Expropriation} = \sum_{i=1}^n P_i \times V_i \times \text{RAC}_i - P_a \times V_a \times \text{RAC}_a \quad (1)$$

$n$  : le nombre des entreprises sous le contrôle direct de l'actionnaire ultime.

$P_i$  : la participation de l'actionnaire de contrôle au capital de l'entreprise  $i$ .

$P_a$  : la participation de l'actionnaire de contrôle au capital de l'entreprise acquéreuse.

$V_i$  : la valeur du marché de l'entreprise  $i$  à la date de l'annonce.

$V_a$  : la valeur du marché de l'entreprise acquéreuse à la date de l'annonce.

$\text{RAC}_i$  : les rentabilités anormales cumulées de l'entreprise  $i$ .

$\text{RAC}_a$  : les rentabilités anormales cumulées de l'entreprise acquéreuse.

Faccio et Stolin (2006) notent, cependant, que cette mesure de l'expropriation n'est que partielle dans la mesure où elle ne tient pas compte des bénéfices privés non pécuniaires

et des bénéficiaires privés qui surviennent de l'endettement (Leuz et al (2002)). Suivant cette mesure, il y a une expropriation lorsque la variation effective est significativement plus élevée que la variation implicite. En revanche, les résultats de leur étude montrent le contraire. Il s'avère que la valeur moyenne de la variation effective globale (-1481,4 dollars) est inférieure à la valeur moyenne de la variation implicite globale (976,3 dollars en moyenne).

Subséquentement, les auteurs divisent leur échantillon initial suivant des critères qui sont susceptibles d'inciter les actionnaires de contrôle à exproprier les richesses de l'entreprise acquéreuse. Ces critères sont les suivants : le contrôle d'un large groupe de sociétés (plus de 5 entités), le contrôle pyramidal, la faible participation au capital, les opérations de diversification et, enfin, le faible ratio du Q de Tobin.

Pour des fenêtres d'événement de [-2, +1] et [-10, +1], les analyses univariées montrent que la variation implicite est significativement inférieure à la variation effective dans le cas où l'actionnaire de contrôle domine l'entreprise acquéreuse via une pyramide ou bien, dans le cas où il détient une faible participation au capital. Néanmoins, en utilisant la technique de la régression médiane pour contrôler le problème des valeurs aberrantes, les tests de robustesse ne confirment pas les résultats précédents. De plus, d'après les analyses multivariées, aucune variable, incitant l'actionnaire de contrôle à exproprier, ne semble affecter significativement la mesure de l'expropriation. Ce dernier résultat reste inchangé même après la rétention des seuils de contrôle de l'entreprise acquéreuse de 30% et de 50% et même après la distinction entre les entreprises acquéreuses selon leurs origines légales (droit coutumier et droit civil).

Les auteurs stipulent enfin que même si l'expropriation des actionnaires minoritaires est un phénomène présent en Europe, les opérations d'acquisitions ne représentent pas le moyen approprié pour atteindre cette fin. L'absence d'une expropriation évidente via les opérations d'acquisitions peut être expliquée par le rôle assez important des institutions extra-légales bien développées en Europe qui amplifient les coûts de l'expropriation.

Yen et André (2007) examinent l'impact de la structure d'actionnariat concentré et la performance des entreprises acquéreuses appartenant à onze pays anglo-saxons (Australie, Canada, Inde, Irlande, Israël, Malaisie, Nouvelle Zélande, Singapour, Afrique de Sud, Thaïlande et Royaume-Uni). Contrairement aux études précédentes, les auteurs ne se réfèrent pas à la réaction du marché à court terme pour évaluer la performance. Suivant Hitt et al. (1998) et Healy et al. (1992), les auteurs prétendent que la méthodologie des études d'événement à court terme ne reflète pas l'information totale sur les bénéfices espérés de l'opération de fusion ou d'acquisition. A cet égard, les auteurs ont eu recours à une évaluation de la performance à long terme en utilisant l'EBITDA (earning before interest tax depreciation and amortization), équivalent à l'EBE (excédent brut d'exploitation) français.

Les résultats révèlent, d'abord, une relation non monotone entre la structure d'actionnariat et la performance opérationnelle. Contrairement à Bigelli et Megnoli (2004) et Ben-Amar et André (2006), cette relation est négative aux niveaux inférieurs des droits de vote (intervalle [10%; 20%]) et devient positive aux niveaux élevés (au delà de 20% des droits de vote). Par ailleurs, la séparation entre la propriété et le contrôle détruit significativement de la valeur. Les auteurs affirment donc que les entreprises, avec de faibles niveaux d'actionnariat ou ayant une séparation entre la propriété et le contrôle, tendent à s'engager dans des acquisitions peu judicieuses.

Dans leurs analyses, Yen et André (2007) incorporent également des variables liées à la gouvernance de l'entreprise comme la fonction de directeur général, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et le nombre d'administrateurs dans le conseil. D'abord, la position de l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise en tant que directeur général améliore la performance, toutefois, l'évidence statistique est faible (seuil 10%). Conformément à Ben-Amar et André (2006), le nombre élevé des administrateurs dans le conseil d'administration est négativement lié à la performance des acquisitions, ce qui confirme l'inefficacité d'une large taille du conseil.

Dans la mesure où cette étude comprend plusieurs pays, les auteurs ont examiné l'impact de la différenciation de la protection légale à travers les pays sur la performance

opérationnelle des acquisitions. En utilisant l'indice d'«*Anti-director rights*» (Djankov et al. (2008)), il s'avère que les acquisitions les plus créatrices de valeur sont initiées dans les pays qui protègent le mieux leurs actionnaires. En revanche, l'indice d'«*Anti-self-dealing*» offre un résultat neutre.

Matvos et Ostrovsky (2008) analysent les gains des actionnaires institutionnels dans les entreprises acquéreuses américaines. Ils utilisent des données publiées par le SEC (*the Securities and Exchange Commission*) qui se rapportent aux votes émis par les fonds mutuels lors des assemblées générales concernant les opérations de fusions-acquisitions. Malgré les pertes significatives réalisées par les entreprises acquéreuses, les actionnaires institutionnels sont plus enclins à voter pour les opérations de fusions-acquisitions. En effet, il paraît que ces actionnaires ne perdent pas lors de ces opérations grâce à leur participation simultanée dans l'entreprise initiatrice et dans l'entreprise cible. Les pertes subites dans l'entreprise initiatrice sont compensées par les gains réalisés dans l'entreprise cible. La conduite des actionnaires institutionnels lors du processus décisionnel vient sûrement à l'encontre de l'intérêt des autres actionnaires de l'entreprise initiatrice. Ce constat confirme l'existence de conflits d'agence entre les différents groupes d'actionnaires même aux États-Unis où la littérature s'est plutôt focalisée sur les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants.

A travers cette revue de la littérature, il nous paraît envisageable d'enrichir ce qui précède par l'examen de l'impact de l'enracinement des actionnaires de contrôle sur la performance boursière des fusions-acquisitions dans un contexte exclusivement français. En outre et dans la mesure où la plupart des études antérieures se focalisent sur la performance de l'entreprise acquéreuse pour prévoir si les actionnaires de contrôle utilisent les opérations de fusions-acquisitions comme un outil d'extraction de , nous nous distinguons, dans la présente thèse, par l'analyse empirique de la prime payée dans le cas des fusions-acquisitions en Europe et nous vérifions si cette prime peut refléter les bénéfices privés extraits par des actionnaires de contrôle. Mais avant, nous exposons les indicateurs, les mécanismes et les freins relatifs au comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions.



## **2. Les indicateurs financiers de l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions**

L'opportunisme de l'actionnaire de contrôle derrière les opérations de fusions-acquisitions se résume principalement dans les bénéfices privés qu'il compte extraire par le biais de ces opérations. Les bénéfices privés, contrairement aux bénéfices publics, représentent la richesse obtenue par la coalition de contrôle et non partagée avec les autres actionnaires. Ces bénéfices peuvent être pécuniaires et servent principalement l'enrichissement excédentaire de la coalition de contrôle. Ils peuvent également être non pécuniaires dans le sens où l'opération établie sert, en grande partie, à alimenter la réputation et le prestige de la coalition de contrôle. A partir d'une modélisation établie par Grossman et Hart (1980) l'idée des bénéfices privés de contrôle est devenue une pièce centrale de la littérature récente de la finance de l'entreprise, à la fois théorique et empirique, particulièrement dans les théories récentes qui s'intéressent à la gouvernance de l'entreprise (Djankov et al (2008)). Toutefois, la mesure des bénéfices privés de contrôle demeure un réel défi. Dyck et Zingales (2004) affirment qu'il est difficile d'observer ou de mesurer les bénéfices privés directement étant donné leur aspect discrétionnaire et leur caractère psychique. C'est la raison pour laquelle la littérature financière a offert peu d'estimateurs du montant de ces bénéfices malgré l'importance de leur portée. Les études empiriques, ayant tenté d'estimer les bénéfices privés de contrôle dans le cas des opérations de transactions, se focalisent, généralement, soit sur une éventuelle destruction de valeur constatée suite à l'opération, soit sur une estimation de la prime d'acquisition (le prix d'acquisition moins la valeur marchande de la cible ou la valeur marchande de la partie acquise de la cible).

## 2.1. La destruction de valeur

Lorsque la théorie financière s'intéresse aux opérations de Fusions-Acquisitions, elle s'intéresse principalement à la mesure de la performance de ces opérations ainsi qu'aux déterminants de cette performance. Pour un financier, la réussite d'une opération de fusion ou d'acquisition est conditionnée par la création de valeur pour l'entreprise. L'échec se traduit par une destruction de valeur

Pour vérifier l'hypothèse de l'extraction de bénéfices privés dans le cas des fusions-acquisitions, les études antérieures se basent majoritairement sur la valorisation de l'entreprise afin de détecter une éventuelle destruction de valeur. L'idée est que la destruction de valeur est vraisemblablement la résultante d'un mauvais choix d'investissement qui, à priori, ne sert pas l'intérêt général de l'entreprise.

La destruction de valeur est estimée par plusieurs variables comme l'EBE (Yen et André (2007)), la variation annuelle de la rentabilité boursière (Albouy (2002)), le Q de Tobin ou le ROA (Cronqvist et Nilsson (2003)). Mais la grande majorité des travaux antérieurs se réfèrent plutôt à la réaction du marché autour de la date de l'annonce de l'opération en utilisant la méthodologie des études d'événement pour estimer la destruction de valeur. Les investisseurs sont supposés réagir rationnellement à la date de publication de l'événement, par conséquent, ils vont plutôt vendre leurs titres comme signe d'insatisfaction dans le cas où ils anticipent une éventuelle extraction de bénéfices privés et la réaction va être négative.

Certaines études (Bae et al. (2002) ; Holmen et Knopmf (2004) ; Bigelli et Megnoli (2004) ; Buysschaert et al. (2004) ; Faccio et Stolín (2006)) vérifient, *ceteris paribus*, si la destruction de valeur est plus présente dans des structures relativement à d'autres. Généralement, ce sont les structures caractérisées par une séparation entre la propriété et le contrôle qui sont associées, le plus souvent, à une destruction de valeur suite à une acquisition motivée par des bénéfices privés de contrôle. L'exemple le plus marquant dans ces travaux est le cas d'une entreprise acquéreuse appartenant à l'échelon le plus bas d'un groupe de sociétés ou plus généralement d'une pyramide. Dans ce cas, l'actionnaire

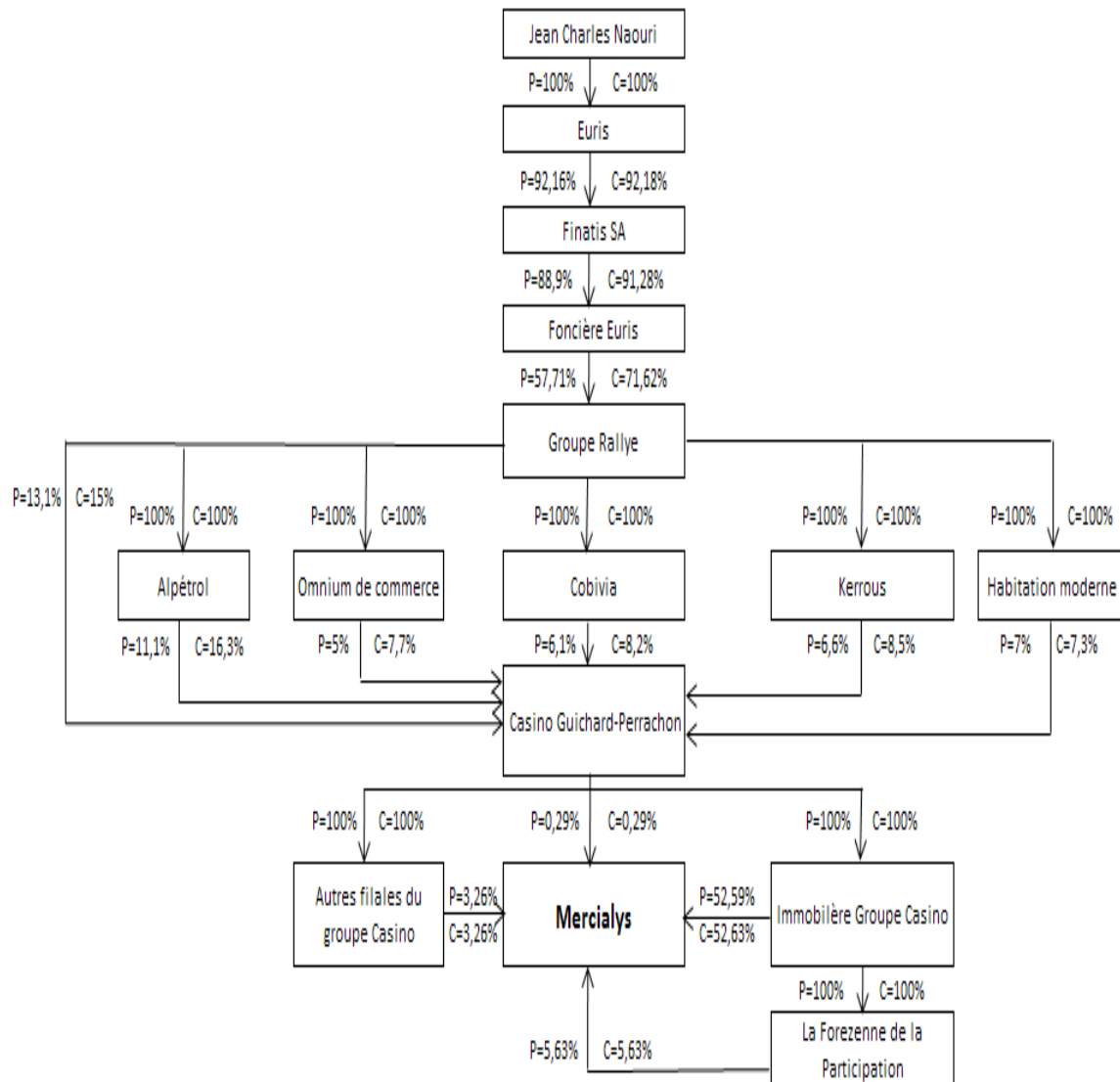
ultime, bien qu'il contrôle l'entreprise, détient une fraction minoritaire du capital. Il est donc fort probable que l'opération d'acquisition ne soit pas réalisée dans l'intérêt de l'entreprise mais plutôt dans l'intérêt du groupe. Par conséquent, il faut s'attendre à une destruction de valeur pour l'entreprise acquéreuse et, en contre partie, à une création de valeur pour l'entreprise mère ou pour les autres entreprises contrôlées par l'actionnaire de contrôle. A titre d'exemple, le graphique 1.1 montre que l'entreprise 'Mercialys' est contrôlée par monsieur Jean Charles Naouri à travers une pyramide bien complexe composée par huit échelons (Euris, Finatis SA, Foncière Euris, Rallye, filiales du groupe Rallye, Casino Guichard-Perrachon, filiales du groupe Casino et Mercialys). En appliquant la méthode du lien le moins élevé dans la chaîne de contrôle<sup>1</sup>, il semble que monsieur Jean Charles Naouri contrôle plus de 60% des droits de vote alors qu'il détient que 14% du capital de Mercialys, soit un excès de droits de vote de l'ordre de 46%. Le graphique 1.2 montre une réaction très négative du cours de Mercialys lors de l'annonce de l'acquisition d'un ensemble de filiales et d'actifs appartenant au groupe Casino pour un montant de 334 millions d'euros à la date du 05/03/2009. Les rentabilités anormales de Mercialys atteignent les -10% le jour de l'annonce. En contre partie, les rentabilités anormales du groupe Casino ainsi que celles du groupe Rallye sont plutôt positives le jour de l'annonce de l'acquisition et continuent à fluctuer à la hausse les deux jours d'après. Dans ces conditions, il est fort probable que les actionnaires minoritaires de Mercialys n'ont pas été satisfaits de la décision d'acquisition initiée par leur entreprise et prise, à priori, pour le bénéfice de l'entreprise Casino Guichard-Perrachon et d'autres entreprises dans lesquelles monsieur Jean Charles Naouri détient plus d'intérêts et notamment plus de droits aux bénéfices.

---

<sup>1</sup> Cette méthode est expliquée dans le deuxième chapitre

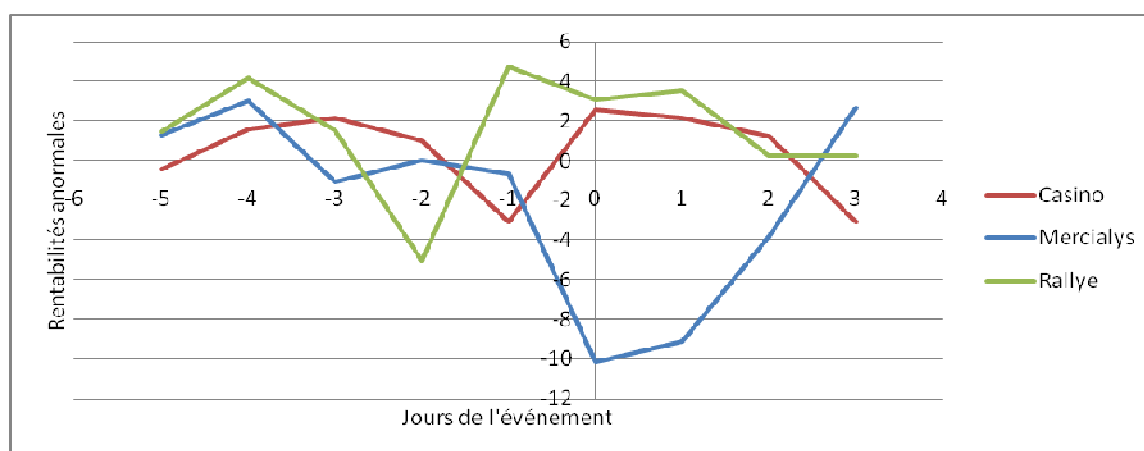
## Graphique 1.1 : Cas de l'entreprise Mercialys

Ce graphique montre que l'entreprise Mercialys est contrôlée par monsieur Jean Charles Naouri via une pyramide composée par huit échelons (Euris, Finatis SA, Foncière Euris, Rallye, filiales du groupe Rallye, Casino Guichard-Perrachon, filiales du groupe Casino et Mercialys). « P » désigne la propriété des droits aux bénéficiaires et « C » désigne le contrôle des droits de vote.



**Sources :** les informations nécessaires pour produire ce graphique proviennent du rapport annuel 2007 de Mercialys, du rapport annuel 2007 du groupe Casino et de la base de données Osiris.

**Graphique 1.2 : Rentabilités anormales de ‘Mercialys’, du groupe ‘Casino’ et du groupe ‘Rallye’ autour de la date d’annonce (05/03/2009)**



La destruction de valeur comme étant un indicateur de l’opportunisme de l’actionnaire de contrôle connaît, néanmoins, certaines limites. En effet, cet indicateur n’implique pas nécessairement une anticipation d’une éventuelle extraction de bénéfices privés. La destruction de valeur peut se produire suite à la présence d’autres phénomènes comme l’état baissier du marché, l’asymétrie informationnelle entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires, la méthode de paiement, le secteur de l’activité de la cible, etc. Dans d’autres contextes, la réciproque est vraie. Une anticipation d’une éventuelle extraction des bénéfices privés par le marché peut ne pas provoquer nécessairement une destruction de valeur. C’est le cas où l’opération de regroupement est clairement prometteuse pour l’entreprise acquéreuse mais qui dissimule des bénéfices privés de contrôle.

De plus, l’opportunisme de l’actionnaire de contrôle, conduisant à une opération de regroupement qui mène à une destruction de valeur, peut ne pas être motivé par des bénéfices privés de contrôle. En effet, l’opportunisme peut être induit par le facteur d’Hubris (Roll (1989)). Dans ce cas, l’actionnaire de contrôle, ayant un excès de confiance dans ses prévisions relatives aux synergies de l’opération, peut être conduit à surpayer la cible. Par conséquent, la destruction de valeur résulte de simples erreurs

d'estimation, mais ces erreurs peuvent provoquer un transfert important de la richesse vers les actionnaires de cible et une destruction massive de la valeur de l'entreprise acquéreuse.

## **2.2. La prime d'acquisition**

Ce sont particulièrement les études qui s'intéressent aux transferts de blocs de contrôle qui ont considéré la prime d'acquisition comme étant une estimation des bénéfices privés. De La Bruslerie (2008) affirme que le marché de transferts de blocs de contrôle est aussi considéré comme un marché de bénéfices privés.

A la différence des fusions ou des offres publiques, les transferts de blocs de contrôle peuvent se dérouler dans le cadre d'une transaction privée entre deux parties avec des termes mutuellement consentis. Ce caractère privé de la transaction a suscité l'intérêt des chercheurs sur la présence des bénéfices privés de contrôle. Burkart et al. (2000) affirment que, généralement, les actionnaires intéressés par l'acquisition de blocs de contrôle évitent les offres publiques afin de profiter davantage des bénéfices privés. Néanmoins, dans le cas où la loi exige, les parties sont contraintes à déposer une offre publique obligatoire afin de faire participer les actionnaires minoritaires au moment où la part du bloc dépasse un certain seuil (à titre d'exemple, ce seuil est de 30% dans plusieurs pays européens notamment en France).

L'hypothèse implicite qui considère la prime d'acquisition comme étant une estimation des bénéfices privés, a été développée par Barclay et Holderness (1989). Ces auteurs présument que l'effet des négociations des parties est rationnellement anticipé sur le cours de l'action. Etant donné que le cours ne représente que l'actualisation des bénéfices publics, tout bénéfice privé sera reflété dans la différence entre le prix par action du bloc négocié et le cours de l'action après l'annonce du transfert. Côté acheteur, cette différence reflète sa volonté à acquérir le bloc d'actions et par conséquent, les bénéfices qu'il compte extraire ultérieurement grâce au contrôle de la nouvelle cible.

Sur un échantillon américain de 63 transferts de blocs d'au moins 5% du capital, Barclay et Holderness (1989) trouvent qu'en moyenne la prime est de l'ordre de 20,4% du cours de l'action après l'annonce et qu'elle est positivement associée à la taille de l'entreprise, à la taille du bloc et à la performance antérieure de l'entreprise. De nombreux travaux ont suivi l'approche de Barclay et Holderness (1989) pour évaluer les bénéfices privés des actionnaires de contrôle lors des transactions de blocs. Le tableau 1.1 récapitule les principaux travaux portant sur la prime de transaction de bloc de contrôle. En adaptant cette approche dans un contexte international, Dyck et Zingales (2004) créent une mesure de la prime de transaction de bloc de contrôle en tenant compte du pouvoir de négociation des différentes parties. Dans ce cas, la prime est une moyenne pondérée des bénéfices privés du vendeur et ceux de l'acheteur du bloc. La mesure est la suivante :

$$B = \lambda B_b + (1 - \lambda) B_s - \alpha (1 - \lambda) (Y_b - Y_s) \quad (2)$$

Où :

$\lambda$  représente le pouvoir de négociation de l'actionnaire de contrôle sortant, avec  $\lambda \in [0,1]$ ;

$B_{b(s)}$  est le niveau des bénéfices extraits par l'acheteur (vendeur) du bloc ;

$Y_{b(s)}$  est le niveau des bénéfices par action reçus par l'acheteur (vendeur) du bloc ;

$\alpha$  est la part du capital que représente le bloc,  $\alpha$  est incluse dans l'intervalle  $[0,1]$ .

En calculant la prime du bloc de contrôle pour un échantillon de 393 transactions dans 39 pays, Dyck et Zingales (2004) montrent que les bénéfices privés de contrôle sont plus importants dans les pays ayant des marchés de capitaux moins développés, une protection légale et extra-légale plus faible et des entreprises cotées dont l'actionnariat est plus concentré. La valeur moyenne de la prime du bloc est de 14%. La prime la plus élevée est au Brésil et est de l'ordre de 65%. La prime la plus faible est au Japon et est de l'ordre de -4%.

**Tableau 1.1 : Principaux travaux portant sur la prime de transaction de bloc de contrôle**

Date de publication	Auteurs	Nombre de transactions de blocs de contrôle	Lieu	Période	Moyenne de la prime (médiane)
1989	Barclay et Holderness	63	USA	1978 -1982	20,4 % (15,7 %)
1991	Mikkelson et Regossa	37	USA	1978-1987	9,2 % (5,5 %)
1994	Zingales	96	Italie	1987-1990	81,5 % (73,7 %)
2001	Barclay, Holderness et Sheehan	204	USA	1978-1997	11%
2004	Dyck et Zingales	412	39 pays	1990-2000	14%(11%)
2004	Nicodano et Sembenelli	94	Italie	1987-1992	27,4 % (8,3 %)
2005	Schatt et Mpasinas	237	USA	1997-2003	62,6% (52,7%)
2007	Le Maux	798	Europe	1998- 2006	19,45% (13 %)
2010	Albuquerque et Schroth	120	USA	1997-2006	19,6% (0,16%)
2011	Poulsen	179	USA	1996-2001	26% (24%)

Plusieurs critiques ont été, toutefois, adressées à l’approche qui stipule que la prime est une mesure des bénéfices privés de contrôle. Bien qu’ils soient les pionniers de cette méthode, Barclay et Holderness (1989) affirment qu’il est possible que la prime sous-estime l’ampleur de ces bénéfices pour trois principales raisons. Premièrement, même si les autorités du marché exigent la publication d’une information complète sur le transfert du bloc et les montants versés, les parties contractantes peuvent dissimuler certains paiements. Deuxièmement, il n’est pas possible de mesurer le surplus du consommateur (le prix souhaité par l’acheteur et le prix finalement payé) associé au bloc. Troisièmement, certains blocs acquis ne transfèrent pas nécessairement le contrôle effectif de l’entreprise, mais seulement ils fournissent une occasion incertaine de prendre le contrôle ultérieurement.

D’autres études affirment que la prime de contrôle représente, en grande partie, les gains espérés pour l’entreprise plutôt que des bénéfices privés de contrôle, notamment, lorsque le contrôle est acquis par une meilleure équipe dirigeante (Kahan (1993) et Bebchuk (1994)). Poulsen (2011) trouvent, sur échantillon de 179 transferts de blocs de contrôle au USA, que les acheteurs des blocs sont moins concernés par les bénéfices privés que les



vendeurs des blocs. Les premiers attachent plus de valeur aux bénéfices publics espérés grâce à leur éventuel contrôle. Pour confirmer ce résultat, l'auteur examine la réaction du cours de l'action autour de la date d'annonce pour une période d'événement de 200 jours (63 jours avant l'annonce et 126 après). Les résultats montrent des rendements anormaux positifs de l'ordre de 22%, ce qui montre que le marché espère une meilleure contribution de la part du nouvel acheteur du bloc.

Nicodano et Sembenelli (2004) affirment que la mesure de la prime de transaction du bloc de contrôle est une mesure biaisée des bénéfices privés parce qu'elle ne tient pas compte du contrôle réellement transféré avec le bloc. Selon ces auteurs, le contrôle dépend de la taille du bloc et de la répartition de l'actionnariat au sein de la cible. Un bloc de 10%, par exemple, confère un large contrôle et des bénéfices privés non négligeables si l'actionnariat était très dispersé. En revanche, ce bloc confère un contrôle non significatif s'il existe un autre actionnaire détenant plus de 50% du capital de la cible. A cet effet, les auteurs créent un modèle mesurant les bénéfices privés qui tient compte du pouvoir stratégique fourni par le bloc. Ce pouvoir dépend de la probabilité que le bloc soit déterminant lors d'une contestation du contrôle au sein de l'entreprise et favorise, par ce biais, la voix de son détenteur. En appliquant ce modèle dans un échantillon de 94 transactions de blocs italiennes, les auteurs montrent, qu'en moyenne, les bénéfices privés sont de l'ordre de 27% alors qu'en utilisant la méthode traditionnelle de la mesure de la prime, la moyenne est de l'ordre de 16%. Par conséquent, la prime de transaction du bloc sous-estime les bénéfices privés de 11%.

Albuquerque et Schroth (2010) réaffirment que la prime d'acquisition sous-estime les bénéfices privés. Ils utilisent, à cet effet, un modèle structurel estimé à partir de méthodes non linéaires. Ce modèle incorpore la capacité du vendeur à s'opposer à une offre publique au cas où les négociations privées échouent. Les auteurs montrent que le bloc est vendu avec une prime lorsque le propriétaire du bloc est en mesure de s'opposer à une offre publique. Il est vendu avec une remise dans le cas contraire.

### **3. Les mécanismes favorisant l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions**

Plusieurs mécanismes sont en mesure de consolider les positions prises par l'actionnaire de contrôle au moment où il décide de favoriser ses intérêts privés aux dépens des intérêts communs du reste de l'organisation. Ces mécanismes ont tendance soit à renforcer ou à maintenir le pouvoir de l'actionnaire de contrôle, soit à élargir son espace discrétionnaire. Les possibilités de maintenir le pouvoir incitent les actionnaires de contrôle à émettre plus d'actifs financiers leur permettant de poursuivre des opportunités de croissance (Hu et Black (2007)).

Grâce à ces mécanismes, la position de l'actionnaire de contrôle, comme preneur de décisions, peut ainsi s'améliorer, néanmoins, elle peut mal influencer ses orientations visant la maximisation de la valeur de l'entreprise. Dans le cas d'une opération de fusion ou d'acquisition, ces mécanismes ne passent pas inaperçus lors de la valorisation de l'entreprise par le marché. Ce dernier peut se montrer méfiant quant à la nature de la position de l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise acquéreuse dans la mesure où la décision d'acquisition émane de sa propre initiative ou, à la limite, suite à sa totale approbation.

Ces mécanismes peuvent porter sur plusieurs aspects notamment les parts des droits détenues par l'actionnaire de contrôle, la nature de contrôle de l'entreprise, la fonction dans l'entreprise, la présence des accords avec d'autres actionnaires et même le type de l'actionnaire de contrôle.

### 3.1. Les droits de vote

L'étendue de la participation de l'actionnaire de contrôle aux droits de vote est la première clé de son enracinement. Cronqvist et Nilsson (2003) affirment que l'enracinement de l'actionnaire est une fonction croissante de ses droits de vote. Un actionnaire de contrôle peut détenir directement ou indirectement un minimum de droits de vote qui lui permet d'imposer des décisions stratégiques comme l'émission d'emprunt obligataire, l'augmentation de capital, la nomination des administrateurs et des commissaires aux comptes et l'adoption des stratégies d'acquisitions.

Grâce à sa position dominante offerte par la détention d'un bloc important des droits de vote, l'actionnaire de contrôle peut influencer les votes lors des assemblées générales. En effet, il est supposé être mieux informé que les autres actionnaires et par conséquent, il peut tenir le rôle de leader lors des assemblées et convaincre facilement les petits actionnaires, qui n'ont pas investi dans le contrôle, d'adhérer à ses décisions (Alexandre et Paquerot (2000)).

De plus, Poulsen (2011) considère que les droits de vote représentent le principal outil par lequel l'actionnaire de contrôle peut extraire des bénéfices privés. A la présence d'une coalition de contrôle, les bénéfices privés sont partagés selon le pouvoir de vote de l'actionnaire membre de la coalition. Barclay et Holderness (1989), parmi d'autres, affirment que les détenteurs de blocs importants de droits de vote reçoivent des bénéfices disproportionnels à leurs participations au capital. Plus la part des droits de votes du propriétaire détenant le contrôle est élevée, plus grande sera sa capacité à obtenir des bénéfices privés au détriment des autres actionnaires (Edwards et Weichenrieder (2009)). Faccio et Stolín (2006) trouvent, dans des analyses préliminaires, une expropriation élevée dans les entreprises européennes acquéreuses caractérisées par des structures d'actionnariat concentré.

Cependant, la détention d'un bloc important des droits de vote par l'actionnaire de contrôle peut générer des avantages pour l'entreprise dans la mesure où ce bloc est souvent associé à une participation importante dans le capital. Dans ce cas, l'actionnaire

de contrôle porte plus d'attention à ses droits aux bénéficiaires. A mesure que son attention s'agrandit, ses intérêts seront de plus en plus alignés avec ceux des actionnaires minoritaires en incitant les dirigeants à travailler dans une optique de maximisation de la richesse de l'entreprise. Les droits de vote des actionnaires se transforment alors comme un outil de surveillance efficace (Easterbrook et Fischel (1983)). Dans ce contexte, l'actionnaire de contrôle veille au bon déroulement des activités de son entreprise en se préoccupant davantage des conséquences qu'auront ses décisions sur la valeur de l'entreprise. Les coûts engendrés par des investissements non rentables peuvent lui faire subir des pertes considérables.

Suite à ce qui précède, l'impact de la présence d'un porteur d'un bloc important des droits de vote dans une entreprise acquéreuse est loin d'être prévisible. Les stratégies d'acquisitions sont généralement initiées dans le propre intérêt de l'actionnaire de contrôle qui peut converger ou diverger de l'intérêt des autres actionnaires.

Enfin, l'impact négatif de la présence d'un bloc important de droits de vote peut être assez inquiétant au moment où le seuil de ces droits excède notablement celui des droits aux bénéficiaires, ici on parle de la séparation entre le pouvoir et la propriété.

### **3.2. L'excès des droits de vote : La séparation entre le pouvoir et la propriété**

La séparation entre le pouvoir et la propriété représente l'exception à la règle 'une action = un vote'. Cette exception n'est pas sans conséquences sur l'environnement de l'entreprise. Plusieurs études aussi bien théoriques qu'empiriques montrent que la séparation entre le pouvoir et la propriété est génératrice de conflits d'intérêts entre les actionnaires de contrôle et les petits porteurs de capitaux ((Shleifer et Vishny (1997) ; Wolfenzon (1999), Bebchuk et al. (2000), Johnson et al. (2000) et Claessens et al. (2002)). Ces conflits sont dus principalement aux décisions prises par l'actionnaire de contrôle qui ne servent pas réellement l'intérêt de l'entreprise et qui peuvent générer un transfert injuste des ressources de l'entreprise. En effet, plus l'actionnaire de contrôle

détient des droits aux bénéfices, plus il subit le coût de son éventuel opportunisme. Dans le cas où il détient une faible part des droits aux bénéfices par rapport à ses droits de vote, il devient moins concerné par la performance de ses droits aux bénéfices. Ce désintérêt est d'autant plus important lorsque la séparation est due à une participation indirecte à l'entreprise en question. Dans ce dernier cas, l'actionnaire de contrôle s'intéresse plutôt à l'amélioration de la situation financière des entreprises directement contrôlées par lui, même si cela dépend de l'intérêt de l'entreprise en question.

Plusieurs leviers tendent à alimenter la séparation entre le pouvoir et la propriété. Ils ont pour effet de consolider le pouvoir de l'actionnaire de contrôle même si sa participation au capital s'affaiblit. Ces leviers s'interposent soit par l'émission de droits de vote multiples ou restreints, soit par la mise en place des participations indirectes. Etant donné la grande diversité de ces mécanismes dans le monde, nous exposons dans ce qui suit uniquement les mécanismes utilisés exclusivement en France comme les actions sans droit de vote ou les actions avec droits de vote double, la limitation des droits de vote, les structures pyramidales, les structures à participations croisées et les structures à participations circulaires.

### **3.2.1. Les actions sans droit de vote.**

Lorsque l'entreprise décide d'émettre de nouvelles actions, les actions sans droit de vote représentent la meilleure alternative en faveur de l'actionnaire de contrôle pour que ce dernier conserve son pouvoir. Ces actions permettent à l'entreprise de bénéficier de nouveaux fonds financiers sans diluer la part des droits de vote des actionnaires en place. Elles sont, toutefois, plafonnées à un seuil du capital social. En France ce seuil représente le quart du capital social.

Les détenteurs des actions sans droit de vote bénéficient d'un dividende prioritaire, supérieur ou égal au dividende de l'action ordinaire et reportable sur deux exercices ou, si les statuts le prévoient, sur les exercices ultérieurs. Néanmoins, ces détenteurs sont

condamnés à ne pas voter lors des assemblées générales ce qui affaiblit l'opposition des actionnaires minoritaires et renforce la position de l'actionnaire de contrôle.

En France, les actions sans droit de vote sont très peu utilisées. D'après, Boubaker et Labegorré (2008), seulement 1,96% des entreprises françaises cotées émettent ce type d'actions. Ces auteurs trouvent que ces actions sont plutôt prisées par les institutions financières à actionnariat diffus, les entreprises de grande taille et les entreprises âgées. Dans d'autres pays notamment aux Etats-Unis, au Canada ou en Italie, ces actions sont fréquemment utilisées et peuvent être émises même à plus de 50% du capital.

La cotation de ces actions est généralement indépendante de celle des actions ordinaires. Par conséquent, la réaction du marché relative à ces titres va être certainement différente à celle relative aux titres des actions ordinaires. Dans le cas des opérations de fusions-acquisitions, si l'actionnaire de contrôle opte pour une opération qui ne contribue pas nécessairement à améliorer la rentabilité de l'entreprise, la réaction du marché peut se montrer plus vulnérable pour les actions sans droit de vote, étant donné que ces actions dépendent exclusivement de la composante 'droit aux bénéfices'. Bigelli et Megnoli (2004), en examinant des acquisitions initiées par des entreprises italiennes, montrent que les rentabilités anormales cumulées relatives aux actions sans droits de vote sont significativement négatives et celles relatives aux actions avec droits de vote sont positives mais non significatives. Concernant les entreprises cibles, Smith et Amoako-Adu (1994) montrent que les actions sans droits de vote performant de la même manière que les actions avec droits de vote autour de la date de l'annonce.

### **3.2.2. Les actions à droits de vote double**

Grâce au mécanisme des actions à droits de vote double<sup>1</sup>, le nombre de voies détenues par l'actionnaire de contrôle va doubler dans les assemblées si ce dernier conserve ses

---

<sup>1</sup> Il ne faut pas confondre la notion des actions à droits de vote double avec le terme anglais 'Dual Class Shares'. A la différence des actions à droits de vote double, les 'Dual Class Shares' sont cotées séparément,

actions deux années minimum<sup>1</sup>. Ce mécanisme accroît considérablement la part de contrôle de l'actionnaire sans aucune intervention de sa part. Plus il y aura d'autres actionnaires qui ne conservent pas leurs titres, plus cet accroissement est important. En outre, selon l'art. L. 225-123 du code de commerce, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. D'après la majorité des rapports annuels des entreprises qui confèrent des droits de vote double, l'attribution de ce droit a pour avantage la fidélisation des actionnaires; aucune mention sur le contrôle de l'entreprise. Néanmoins, le droit de vote supplémentaire ne peut pas être négociable, il cesse de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété, hormis tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible. Le droit de vote double peut être supprimé par décision de l'assemblée générale extraordinaire et après ratification de l'Assemblée spéciale des actionnaires bénéficiaires. Bebchuk et al. (2000) affirment que l'émission d'actions à droit de vote double ou multiple permet d'atteindre des niveaux de contrôle très élevés.

### **3.2.3. La limitation des droits de vote**

L'article 225-125 du code du commerce prévoit que les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

Les clauses de limitation des droits de vote sont bien répandues en Europe, on les trouve notamment en France, en Belgique, en Allemagne, en Grande Bretagne, en Suisse et aux

---

confèrent un droit de vote supplémentaire ou plus et enfin elles conservent le droit de vote supplémentaire en cas de cession.

<sup>1</sup> Dans d'autres entreprises, les statuts prévoient un délai minimum de détention de trois ou quatre années.

Pays-Bas. Les seuils de plafonnement varient d'une entreprise à une autre. En France, par exemple, on trouve des limitations de différents seuils notamment 15% à la société générale, 6% au Groupe Danone, 10% à Schneider ou à Total.

Pour assurer l'efficacité du dispositif, certaines clauses limitent les droits de vote même des actions détenues indirectement ou détenues en concert. Toutefois, la limitation exclut le cas du président de l'assemblée des actionnaires qui est généralement le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (article R225-100 du code de commerce). Dans ce cas, si l'actionnaire de contrôle est lui-même le président de l'assemblée, la limitation va s'appliquer à tous les actionnaires importants exception faite à l'actionnaire de contrôle. Ce dernier peut éviter, par ce biais, une contestation accrue de la part des autres actionnaires importants en cas d'une mauvaise stratégie d'acquisition.

#### **3.2.4. Les structures pyramidales**

Les structures pyramidales permettent à l'actionnaire ultime d'exercer le contrôle à travers une chaîne de sociétés. Le contrôle pyramidal est très répandu en Asie (Claessens et al. (2000)) et en Europe (Faccio et Lang (2002)) et contribue à séparer d'une manière radicale la propriété du contrôle. Boubaker et Labegorré (2008) trouvent, qu'en France, les structures pyramidales dissocient les droits aux cash-flows du contrôle de 43% en moyenne. Les constructions pyramidales dissimulent parfois l'identité ainsi que la réelle participation de l'actionnaire de contrôle.

Lorsque plusieurs couches sont ajoutées à la pyramide, l'actionnaire ultime contrôle toutes les sociétés affiliées avec un investissement de plus en plus faible en termes de droits aux bénéfices dans les entreprises en bas de la pyramide. Dans ces conditions, l'intérêt de l'actionnaire de contrôle diminue tout en allant en bas de la pyramide. Par conséquent, dans le cas d'une acquisition initiée par l'une de ces entreprises, il y a lieu de se douter quant aux vraies motivations de l'actionnaire de contrôle derrière cette opération. Plusieurs travaux ont montré l'impact négatif de l'affiliation aux plus bas



échelons d'une pyramide sur la valeur de l'entreprise (Bebchuk et al. (2000) ; Claessens et al.(2002) ; Lauterbach et Yafeh (2011)).

### **3.2.5. Les structures à participations croisées**

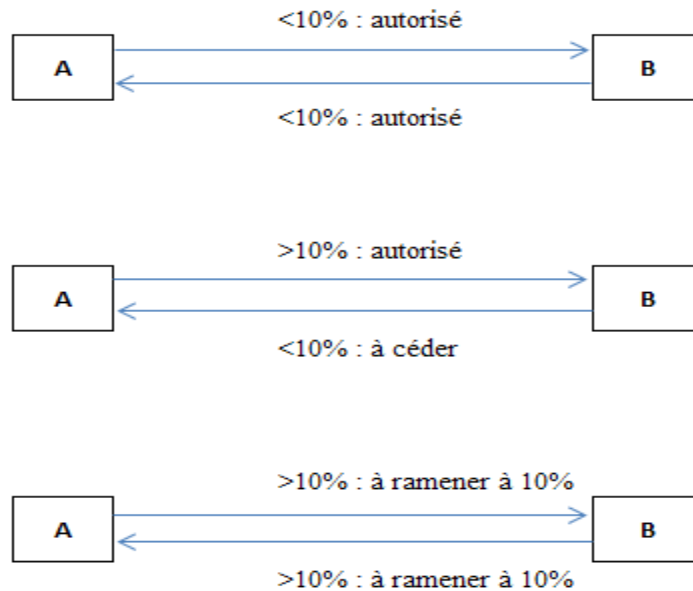
Contrairement aux structures pyramidales, les structures à participations croisées permettent aux entreprises d'être reliées entre elles par des participations horizontales réciproques. Dans ce sens, les entreprises se détiennent mutuellement. Par exemple, une entreprise A détient une part dans l'entreprise B qui détient à son tour une part dans l'entreprise A (voir graphique 1.3). Cet autocontrôle ne peut que renforcer les droits de vote de l'actionnaire de contrôle des entreprises A et B étant donné que les actions auto-détenues sont privées de droit de vote conformément à l'article L225-210 du code de commerce. Toutefois, l'article L233-29 du code de commerce vise la protection des actionnaires minoritaires contre les inconvénients de la participation croisée. Cet article prévoit qu'à défaut d'accord entre les sociétés intéressées, si l'une des participations dépasse 10% du capital, celle qui détient la fraction la plus faible doit liquider sa participation. Si les investissements réciproques sont de la même importance, chacune des sociétés doit réduire le sien, de telle sorte qu'il n'excède pas 10 % du capital de l'autre.

### **3.2.6. Les participations circulaires**

Si les structures à participations croisées représentent un moyen d'autocontrôle direct, les participations circulaires constituent un moyen d'autocontrôle indirect sous la forme d'une chaîne de participations en boucle (voir graphique 1.4). Le montage de la participation circulaire permet d'éviter les restrictions de l'article L233-29 visant à limiter le seuil de l'autocontrôle à 10% et par conséquent, le seuil devient sans limites.

### Graphique 1.3 - Régime des participations croisées

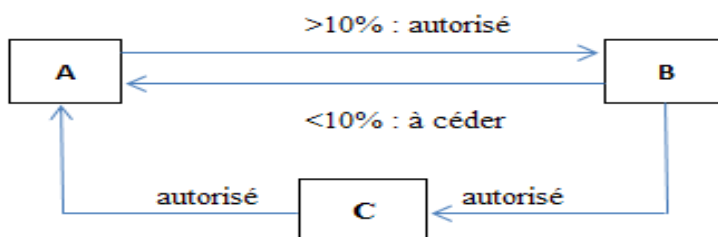
En France, les participations réciproques sont autorisées jusqu'à 10%. Si l'une d'entre elles est supérieure à 10%, l'autre doit être aliénée. Si les deux dépassent 10%, alors elles doivent être toutes deux ramenées à 10%.



Source : Boubaker et Labegorré (2008)

### Graphique 1.4 - Participations circulaires

L'entreprise A contrôle directement l'entreprise B. L'entreprise B contrôle directement l'entreprise C. L'entreprise C contrôle directement l'entreprise A. L'entreprise B contrôle indirectement l'entreprise A. Il n'existe pas de limites pour les différents seuils de contrôle.



Source : Boubaker et Labegorré (2008)

### **3.3. La fonction au sein de l'entreprise**

En Europe, 68% des entreprises cotées sont dominées par des actionnaires de contrôle détenant la fonction de dirigeant. Ce seuil est de 62% en France (Faccio et Lang (2002)). Grâce à sa fonction au sein de l'entreprise, l'actionnaire de contrôle peut accéder à l'ensemble des outils de gestion et de contrôle de l'entreprise ainsi qu'aux informations critiques de l'entreprise. Cet accès demeure inaccessible aux autres actionnaires externes. Par conséquent, l'actionnaire de contrôle peut jouir d'une grande latitude discrétionnaire qui lui permet de camoufler ses intérêts privés lors de la prise des décisions stratégiques. Les travaux de Fama et Jensen (1983), DeAngelo et DeAngelo (1985), Demsetz et Lehn (1985), Stulz (1988), parmi d'autres suggèrent que les dirigeants détenant des larges blocs d'actionnariat reçoivent des bénéfices disproportionnels à leurs participations dans le capital.

Les stratégies d'enracinement développées par les actionnaires-dirigeants ont pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens mis à leur disposition pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de l'entreprise envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, informations importantes...). Ensuite, grâce au nombre important de voix qu'ils possèdent, les dirigeants peuvent faire éviter la menace de la mobilisation d'autres actionnaires qui vise la contestation de la gestion de l'entreprise. Dans ce cadre, la théorie de l'enracinement présume que les mécanismes de gouvernance ne seront pas toujours suffisants pour contraindre le dirigeant à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires minoritaires (Alexandre et Paquerot (2000)). En outre, lorsque le dirigeant détient une part non négligeable dans le capital, il devient très difficile de le remplacer.

Les dirigeants très enracinés sont plus enclins à contourner les approbations des actionnaires dans le sens qui satisfait leurs intérêts. Au sein des entreprises contrôlées par leurs dirigeants, le conseil d'administration se compose généralement par moins de

membres externes et il est très peu probable que le président du conseil soit un administrateur externe (Arena et Ferris (2007)).

Les dirigeants peuvent également opter pour des opérations de fusions-acquisitions pour s'enraciner davantage dans la mesure où ces opérations affaiblissent la probabilité de leur révocation. En effet, des échanges formels et informels peuvent avoir lieu entre le dirigeant de l'entreprise acquéreuse et l'équipe dirigeante de l'entreprise cible. Le dirigeant dans ce cas peut ne pas partager certaines informations de valeur concernant l'entreprise absorbée pour garder une longueur d'avance sur sa gestion prévisionnelle. Le rapprochement entre les deux entités va accroître de manière importante son pouvoir discrétionnaire. Ainsi, son remplacement peut éventuellement causer plusieurs problèmes de coordination.

Si la direction de l'entreprise par son actionnaire de contrôle représente un outil d'enracinement, elle peut également procurer des avantages pour l'entreprise. L'hypothèse de l'alignement des intérêts suggère que les conflits entre les actionnaires et les dirigeants surgissent de moins en moins lorsque les dirigeants détiennent plus de titres dans l'entreprise. A mesure que la participation de l'actionnaire-dirigeant au capital augmente, il est moins enclin à prendre des décisions qui nuisent à la performance dans la mesure où les coûts subits augmentent parallèlement avec sa part dans le capital. Par conséquent, il optera pour des stratégies d'acquisitions plutôt rentables afin d'éviter d'éventuelles pertes colossales qui peuvent se réaliser en cas d'une acquisition destructrice de valeur. Sur un échantillon de 500 sociétés de l'indice Standard & Poor's, Anderson et Reeb (2003) montrent que les actionnaires familiaux, qui dirigent leurs entreprises, réalisent des performances plus élevées que les entreprises non familiales. Ben-Amar et André (2006) trouvent le même résultat pour des entreprises acquéreuses.

Morck et al. (1988) ne trouvent pas une différence de l'impact de la présence d'un actionnaire dominant sur la performance lorsque l'actionnaire a une position interne ou lorsqu'il s'agit d'un détenteur d'un bloc externe au moment où la propriété du capital n'est pas séparée du contrôle des votes. En revanche, en présence d'une séparation entre la propriété et le contrôle, les coûts d'enracinement de l'actionnaire dominant semblent

s'aggraver par sa présence à titre d'actionnaire interne et même la surveillance exercée par un second actionnaire important ne permet pas d'atténuer ces coûts.

En conclusion, même si la position de l'actionnaire de contrôle en tant que dirigeant accentue son enracinement, elle ne peut pas être nécessairement perçue comme un facteur nuisible à la performance ou à la continuité de l'entreprise.

### **3.4. Les pactes d'actionnaires**

Les pactes d'actionnaires représentent avant tout une forme d'entente entre les actionnaires importants d'une société par actions. Il s'agit de conventions préétablis en vue de se mettre en accord vis-à-vis de diverses situations pouvant intervenir au cours de la vie sociale de l'entreprise. Ces conventions sont susceptibles d'empêcher d'éventuelles ambiguïtés quant à la relation entre l'actionnaire de contrôle et les autres principaux actionnaires et permet une consolidation des liens entre eux. Par conséquent, la contestation de contrôle par les autres principaux actionnaires, en cas d'une stratégie d'acquisition peu judicieuse, peut se voir atténuée grâce à ces pactes.

Ces pactes peuvent être classés suivant trois catégories. Premièrement et dans la majorité des cas, il s'agit des pactes consistant à bloquer la composition du capital social de l'entreprise. L'une des principales clauses de cette catégorie de pactes stipule qu'en cas de cession de titres par l'un des signataires, un droit de préemption est acquis par les autres signataires et ceci pour empêcher l'arrivée embêtant d'autres nouveaux actionnaires. La souscription de tels pactes est souvent exigés par le groupe des actionnaires stables dénommé « noyau dur ». A titre d'exemple, au sein de l'entreprise Alterea, un pacte d'actionnaires est passé entre monsieur Alain Travella, monsieur Jaques Nicolet (actionnaires de contrôle) et Predica (actionnaire détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote) qui prévoit qu'en cas de cession d'actions par Predica d'un bloc d'actions représentant plus de 2% du capital ou une valeur supérieure à 30 millions d'euros, Altafinance (la holding de contrôle du groupe Alterea) ou toute personne qu'elle

se substituera le cas échéant en demeurant garante solidaire disposera d'un droit de préférence pour l'acquisition desdites actions. Cette catégorie de pactes comprend également des accords d'inaliénabilité où les signataires s'engagent à ne pas céder leurs titres pour une période déterminée, à titre d'exemple, le pacte conclu au sein de l'entreprise Générale de Santé, le 26 juin 2003, entre sociétés Efibanca Spa, Santé Holding et le docteur Antonino Ligresti. Aux termes de cet accord, les actions détenues par les signataires ne sont pas cessibles jusqu'au 26 juin 2008, soit une durée de cinq ans. Deuxièmement, il s'agit des pactes relatifs aux conditions dans lesquelles les signataires participent à l'organisation et au fonctionnement de l'entreprise. Nous citons, à titre d'exemple, le pacte établi entre la caisse des Dépôts et Stichtingen Pensioenfondsvoor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke Belangen, le 16 février 2006, qui a pour objet d'organiser les décisions portant sur la gestion de l'entreprise Icade Foncière des Pimonts. Moyennant ce pacte, les parties sont convenues à détenir à long terme d'actifs immobiliers dans des secteurs stratégiques à Paris, à avoir une politique commune concernant la distribution des bénéfices consistant à payer le montant maximum distribuable et enfin à maintenir le ratio Dettes/Fonds propres inférieur à 1. Troisièmement, il s'agit des pactes relatifs à l'exercice du droit de vote. Ces pactes peuvent imposer à tous leurs membres une concertation préalable à chaque assemblée générale afin d'avoir une position commune vis-à-vis des décisions votées. Dans ce cas, l'Autorité des Marchés Financiers qualifie cette dernière catégorie de pactes comme étant des 'actions de concert'.

#### **- le cas de l'action de concert**

L'action de concert trouve sa source dans une directive européenne n°88/627 du 12 décembre 1988, elle est définie par l'article 233-10 du Code de commerce français comme un "accord conclu en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société". Ce texte ajoute que "les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par la loi et les règlements".

Parmi toutes les catégories de pactes, l'action de concert semble être le pacte le plus déterminant en termes de consolidation du pouvoir de l'actionnaire de contrôle. Bien que les autres pactes visent à concilier les intérêts antagoniques entre les principaux actionnaires concernant des dispositions bien précises, l'action de concert impose une concertation préalable à toutes les décisions prises en assemblée générale. Dans ce cas, tous les signataires révèlent leur consensus sur un contrôle unilatéral de l'entreprise. En effet, il s'agit d'une solidarité passive qui implique que chaque signataire de l'action puisse être contraint pour la totalité. L'action de concert peut, donc, mettre à la charge des signataires des obligations que ceux-ci n'avaient pas nécessairement souhaitées lors de la conclusion de l'accord. Dans ces circonstances, l'actionnaire de contrôle, souhaitant acquérir une cible satisfaisant ses propres intérêts, bénéficie implicitement de l'accord des autres actionnaires signataires.

Afin d'atténuer l'effet de l'excès de pouvoir offert par l'action de concert, le législateur, selon l'article 234-2 du règlement général de l'A.M.F, a obligé les parties agissant de concert, qui viennent de détenir plus 30% du capital ou des droits de vote d'une société cotée, à informer immédiatement l'AMF et déposer une offre publique visant la totalité des titres existants. Aussi, le législateur a obligé les parties agissant de concert à déclarer le franchissement des seuils réglementaires (plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote de la société). En cas de non-respect de ces obligations, les titres détenus au-delà de la fraction du capital et des droits de vote autorisée sont privés de droits de vote.

Toutefois, des entorses à ces obligations sont possibles. Les signataires ont le droit de demander une autorisation temporaire de franchissement de seuil. L'article 234-4 du règlement général prévoit que l'A.M.F peut autoriser le franchissement temporaire du seuil du tiers, si le dépassement porte sur moins de 3% du capital et des droits de vote et si sa durée n'excède pas six mois. Aussi, l'article 234-7 du règlement général de l'A.M.F stipule qu'il n'est pas nécessaire de déposer une offre publique lorsque les seuils déclenchant l'obligation de déposer l'offre sont franchis par une ou plusieurs personnes qui se déclarent agir de concert avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, soit la majorité du capital ou des droits de vote de la société à condition

qu'ils demeurent prédominants, soit entre le tiers et la moitié du capital ou des droits de vote à condition qu'ils conservent une participation plus élevée et qu'à l'occasion de cette mise en concert, ils ne franchissent pas le seuil de la moitié du nombre total des titres de capital ou des droits de vote.

### **3.5. La nature des actionnaires de contrôle**

Les actionnaires de contrôle peuvent être de différentes natures. Dans la plupart des cas, ce sont des individus ou des familles, dans d'autres cas, il s'agit de banques, d'investisseurs institutionnels, de l'Etat, ou tout simplement d'entreprises à capital dispersé. La nature de l'actionnaire de contrôle est considérée comme un facteur important dans les orientations stratégiques d'une entreprise. L'opportunisme et le degré de l'enracinement de l'actionnaire de contrôle peut ainsi varier selon sa nature. Les études antérieures montrent que les entreprises étatiques sont les moins concernées par l'objectif de la maximisation de la richesse de l'entreprise. Les investisseurs financiers ou institutionnels semblent être les plus efficaces en termes de création de valeur. L'adoption d'une stratégie d'acquisition non rentable est peu probable dans le cas où ces investisseurs détiennent une position de contrôle. Les actionnaires familiaux sont considérés comme le type d'actionnaires le plus enraciné grâce, en grande partie, à leur capacité à créer des réseaux sociaux bien complexes au sein de l'entreprise. Toutefois, l'influence des familles sur la valeur de l'entreprise demeure un puzzle.

#### **3.5.1. Les actionnaires familiaux**

La propriété familiale est la propriété la plus répandue dans le monde. Elle domine la quasi-totalité des entreprises non cotées et la bonne partie des entreprises cotées (La Porta et al. (2000) ; Faccio et Lang (2002)) ; Burkart et al. (2003)) ; Notamment en France, les entreprises familiales constituent environ les deux tiers des entreprises cotées à la Bourse



de Paris. D'après le tableau 1.2, la France détient le pourcentage le plus élevé (64,82%) des entreprises familiales en Europe occidentale.

**Tableau 1.2 : Pourcentage des entreprises familiales**

	<b>Nombre des entreprises cotées</b>	<b>% des familles</b>
<b>Autriche</b>	99	52,86
<b>Belgique</b>	130	51,54
<b>Finlande</b>	129	48,84
<b>France</b>	607	64,82
<b>Allemagne</b>	704	64,62
<b>Irlande</b>	69	24,63
<b>Italie</b>	208	59,61
<b>Norvège</b>	155	38,55
<b>Portugal</b>	87	60,34
<b>Espagne</b>	632	55,79
<b>Suède</b>	245	46,94
<b>Suisse</b>	214	48,13
<b>UK</b>	1,953	23,68
<b>Total</b>	5,232	44,29

Source : Faccio et Lang (2002)

Les entreprises familiales sont contrôlées généralement par leurs fondateurs ou par les successeurs de ces derniers. L'une des spécificités des entreprises familiales est la présence d'une volonté de transmettre l'entreprise aux générations futures ou plus exactement à la descendance. Généralement, la recherche du meilleur successeur passe par l'implication des membres de la famille dans la gestion de l'entreprise. Toutefois, l'un des problèmes majeurs des entreprises familiales réside dans la succession au pouvoir d'une personne qui n'a pas suffisamment l'expérience et le talent nécessaire pour gérer l'entreprise. Ceci peut provoquer un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. D'après Lank (1992), 15% seulement des entreprises passent le cap de la

troisième génération. Perez-Gonzales (2006) affirme que les héritiers ayant occupé les postes de directeurs généraux nuisent souvent à la performance de l'entreprise. Il montre que le ratio ROA baisse en moyenne de 16 % dans les deux années qui suivent la transition.

Les études antérieures considèrent que les structures d'actionnariat concentré et la séparation entre la propriété et le contrôle sont des phénomènes souvent associées à la propriété familiale. Cronqvist et Nilsson (2003) trouvent que les familles utilisent davantage des droits de vote doubles et d'autres instruments de contrôle par rapport aux autres catégories d'actionnaires. Ces mécanismes accentuent largement l'enracinement des actionnaires familiaux et affaiblissent considérablement les mécanismes de gouvernance de l'entreprise. Burkart et al. (2003) s'intéressent aux bénéfices privés de contrôle constatés dans les entreprises familiales et montrent que la tendance de la famille à maintenir le contrôle est associée à l'étendue de ces bénéfices. Ainsi, les problèmes d'agence dans les entreprises familiales semblent être les plus inquiétants. Toutefois, ces problèmes peuvent être atténués pour différentes raisons. D'abord, il existe, dans la plupart des cas, une convergence d'intérêts entre le principal actionnaire et les autres membres de la famille occupant des postes dans l'entreprise. Dans le contexte d'une faible protection légale, la direction de l'entreprise par les membres de la famille empêche des conflits d'agence non négligeables pouvant surgir dans le cas d'une nomination d'un dirigeant externe. Ensuite, l'enracinement de l'actionnaire familial n'est pas toujours perçu comme un facteur nuisible à l'entreprise. Par exemple, l'expérience d'un dirigeant-actionnaire, membre de la famille, accumulée pendant plusieurs années conserve la promesse des projets rentables (Allouche (2002)). Autre facteur légitimant l'enracinement des membres de la famille, est leur rôle à conserver la pérennité de l'entreprise qui se traduit par la capacité de produire des dirigeants susceptibles de réussir suite à leur succession au pouvoir.

### **3.5.2. L'Etat-Actionnaire**

Lorsque l'actionnaire de contrôle est l'Etat, le premier argument qui favorise la prise de décisions non profitables pour l'entreprise est l'intérêt national du pays. La forte participation de l'Etat lui permet d'imposer ses directives favorisant l'intérêt public du gouvernement aux dépens de la maximisation de la valeur de l'entreprise. Hormis l'existence d'objectifs gouvernementaux autres que le profit, la participation de l'Etat est souvent perçue comme un facteur négatif pour la richesse des actionnaires dans le mesure où elle ne représente pas un fort mécanisme de gouvernance (peu de contrôles et d'incitations pour les dirigeants). Cependant, dans un univers largement ouvert à la concurrence, il est devenu indispensable de donner plus de valeur au métier d'actionnaire au sein de l'Etat. En France, la création de l'Agence des participations de l'Etat (APE) en 2003 a facilité la promotion du statut Etat-actionnaire dans l'entreprise.

### **3.5.3. Les actionnaires financiers**

Les actionnaires financiers sont dans la plupart des cas à la fois des actionnaires et des créanciers de l'entreprise et ont donc un accès privilégié à l'information financière. Ils disposent de spécialistes capables d'analyser finement l'information financière ainsi que les perspectives d'investissement et la qualité de la gestion, ce qui leur permet d'exercer un contrôle plus rigoureux sur la gestion de l'entreprise et de mieux apprécier l'efficacité des dirigeants. A mesure que le rôle des investisseurs dans le financement de l'entreprise en capital ou en dettes augmente, leur pouvoir de contrôler et d'influencer les dirigeants est plus grand et ce en les contraignant à créer plus de valeur plutôt qu'investir dans des projets à faible valeur actuelle nette. Carney (1997) précise que les investisseurs financiers ont des moyens de pression considérables pour contraindre les dirigeants à maximiser la valeur de l'entreprise. Leur force est acquise au moment où les entreprises contrôlées font des défauts de paiements ou violent les convenances de crédits.

Toutefois, les actionnaires financiers ne sont pas totalement exclus de l'hypothèse d'une extraction de bénéfices privés. Ruiz-Mallorquí et Santana-Martín (2011) stipulent que, dans un faible environnement légal, une banque ayant une position de contrôle peut toujours utiliser l'entreprise pour entreprendre des transactions qui servent les intérêts de la banque aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires. Elle peut également comploter avec les dirigeants de l'entreprise pour extraire des bénéfices privés de contrôle à travers des opérations quotidiennes comme les opérations de crédit et les frais de courtage.

#### **3.5.4. Les actionnaires institutionnels**

Vu leur poids capitalistique, les actionnaires institutionnels exigent certains critères pour s'engager dans une entreprise. En effet, ils demandent une transparence totale de l'information financière et le respect des normes internationales, réclament la protection des actionnaires minoritaires, optent pour la modernisation de la composition du conseil d'administration avec la nomination d'une majorité d'administrateurs indépendants, s'opposent aux mesures anti-OPA qui visent à protéger les dirigeants incompetents et enfin sollicitent l'intégration des stocks-options dans la rémunération des dirigeants (Boubel et Pansard (2004)).

Les investisseurs institutionnels agissent, généralement, pour le compte des tiers et sont donc contraints à optimiser le rendement de leurs investissements. Ainsi, ils doivent mettre en œuvre une gestion parfaite des fonds qui leurs ont été confiés pour satisfaire les attentes de leur clientèle. De ce fait, ces investisseurs sont susceptibles d'influencer la gestion de l'entreprise d'une manière parfois décisive et d'imposer l'objectif de maximisation de la richesse. Par conséquent, la concentration du capital des entreprises entre les mains des investisseurs institutionnels constitue généralement un bon indicateur sur l'exercice d'une surveillance efficace du comportement des dirigeants.

Mais grâce à leur poids capitalistique, les actionnaires institutionnels peuvent aussi imposer leurs choix stratégiques qui ne servent pas nécessairement l'intérêt de l'entreprise acquéreuse. Matvos et Ostrovsky (2008) montrent que les fonds mutuels aux Etats-Unis votent pour des opérations de fusions destructrices de valeur pour les entreprises acquéreuses mais qui enrichissent les entreprises cibles. Il s'avère que le portefeuille de ces fonds est gagnant grâce à leur participation simultanée dans l'entreprise initiatrice et dans l'entreprise cible.

#### **4. Les freins à l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des fusions-acquisitions**

Certains dispositifs internes ou externes à l'entreprise rendent l'expropriation des actionnaires minoritaires plus coûteuse et aggravent ses conséquences pour l'actionnaire de contrôle lors d'une opération de rapprochement. L'étendue du pouvoir de l'actionnaire de contrôle peut, en effet, se voir heurter devant l'efficacité du système légal en vigueur ou devant l'intervention des institutions extralégales. Une bonne gouvernance de l'entreprise peut également limiter l'étendue de ce pouvoir.

##### **4.1. La protection légale**

La loi est la première source de droit qui sert à régler les conflits d'intérêts surgis suite à une transaction réalisée par l'entreprise. Elle vise essentiellement la protection des droits des actionnaires minoritaires en introduisant des possibilités de recours devant les tribunaux et en imposant des amendes et même des sanctions pénales à ceux qui abusent de ces droits. Afin de constituer un frein efficace, la loi doit être accompagnée par une stricte application des textes légaux qui accroît forcément la probabilité des procès

présentés en justice. Dans ces conditions, l'actionnaire de contrôle, soucieux de sa bonne réputation sociale, est contraint à ne pas extraire des bénéfices privés.

La loi offre, généralement, une multitude de moyens permettant de contrarier ou dénoncer les abus de pouvoir des actionnaires de contrôle dans le cas d'une transaction réalisée par l'entreprise. Parmi les moyens légaux les plus contraignants, notamment en France, offerts aux actionnaires minoritaires figure la formation des associations d'actionnaires. Ces associations permettent aux petits actionnaires de se regrouper en vue de défendre leurs intérêts communs dans l'organisation. Pour qu'elle soit éligible, l'association doit comprendre des membres inscrits depuis au moins deux ans et le total des droits de vote de l'ensemble des membres doit atteindre 5% au minimum (article L225-120). Les actionnaires de l'association peuvent demander, par écrit au président du conseil d'administration ou au président du directoire, des explications sur toutes les décisions de nature à affecter négativement l'intérêt social de l'entreprise. A défaut d'une réponse satisfaisante, les actionnaires peuvent déposer une plainte auprès du président du tribunal commercial qui désigne un expert en gestion pour enquêter sur l'objet de la requête.

Les chercheurs économistes et financiers ont suivi leurs homologues juristes pour mettre en exergue le rôle crucial de la loi dans le contrôle des transactions établies par les dirigeants ou par les actionnaires de contrôle de l'entreprise. Les études préliminaires (Shleifer et Vishny (1997); La Porta et al. (1997, 1998, 2000, 2006); Shleifer et Wolfenzon (2002); Djankov et al. (2008)) affirment théoriquement et montrent empiriquement que l'environnement légal est la principale variable qui limite l'expropriation des actionnaires minoritaires et qui explique les différences de niveaux des bénéfices privés entre les différents pays.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, et Vishny, dans une série de travaux pionniers entre 1997 et 2006, ont mis en évidence une forte relation entre l'origine du système juridique (anglo-saxon, français, allemand ou scandinave) et le niveau de la protection des droits des investisseurs mesuré par différents indices (droits des actionnaires dans le processus de vote, force de l'application des lois, normes comptables). Les résultats

montrent que la protection des investisseurs est meilleure dans les pays qui relèvent du droit coutumier, elle est moins efficace dans les pays qui relèvent du droit civil scandinave ou du droit civil allemand et, enfin, elle est relativement très faible dans les pays qui relèvent du droit civil français. En s'intéressant aux bénéfices privés de contrôle, Nenova (2003) et Dyck et Zingales (2004) montrent empiriquement que le montant de ces bénéfices varie, également, selon les différentes familles du système juridique. Nenova (2003) estime les bénéfices privés en utilisant la valeur de bloc de contrôle estimée à partir la différence entre la valeur des droits de vote multiples et la valeur des droits de vote limités. Il trouve que la moyenne du bloc de contrôle est plus élevée dans les pays du droit civil français (25,4%), suivi par les pays du droit civil allemand (16,2%), puis les pays du droit coutumier (4,5%) et enfin les pays du droit civil Scandinave (0.5%). Pour confirmer qu'il s'agit d'une estimation pertinente des bénéfices privés de contrôle, l'auteur examine la relation entre la valeur du bloc de contrôle et différents indicateurs de la protection légale des investisseurs comme l'efficacité judiciaire, les normes comptables, les moyens anti-corruption, la législation relative aux offres publiques et le fameux indice '*anti-director rights*' développé par la porta et al. (1998). Les résultats révèlent une relation significativement négative entre le bloc de contrôle et chacun des indicateurs utilisés. Dyck et Zingales (2004), quant à eux, mesurent les bénéfices privés en utilisant la prime de transaction de bloc de contrôle. Conformément aux études précédentes, ils trouvent que les pays du droit civil français enregistrent les plus hauts niveaux de bénéfices privés avec une moyenne de 21%, tandis que les autres pays avec un code allemand, scandinave ou anglais enregistrent des moyennes assez inférieures (10,9%, 4,8% et 5,5% respectivement). Ils montrent également une relation significativement négative entre la prime de transfert du bloc de contrôle et des indicateurs légales se rapportant aux normes comptables, à la force de l'application des lois et à l'indice '*anti-director rights*'.

Djankov et al. (2008) créent un indice (*the anti-self-dealing-index*), qui incorpore un ensemble de lois protégeant les actionnaires minoritaires, dans le cas des transactions réalisées à l'initiative des actionnaires de contrôle. Les auteurs scindent ces lois suivant deux groupes. Des lois qui portent sur la protection des actionnaires en privé '*private enforcement*' et des lois qui portent sur la protection en public '*public enforcement*'. La

protection en privé concerne la transparence du processus d'approbation, l'étendue de la divulgation des données concernant la transaction, l'existence d'un avis indépendant, les facilités offertes aux actionnaires minoritaires pour prouver l'infraction commise par l'actionnaire de contrôle notamment la facilité d'accès aux documents nécessaires et la facilité d'interroger directement l'accusé. La protection en public porte sur les sanctions infligées par les tribunaux notamment les amendes et les peines de prison. Sur un échantillon de 72 pays, les auteurs montrent que l'indice, ainsi développé, est positivement associé au développement des marchés financiers indiqué par la capitalisation boursière moyenne, au nombre des entreprises cotées et au nombre des introductions en bourse entre 1996 et 2000. Cet indice est négativement associé à la prime de transaction de blocs de contrôle et à la concentration de l'actionnariat dans les plus grandes entreprises cotées dans chaque pays. Enfin et conformément aux attentes, cet indice est plus élevé dans les pays de droit coutumier et moins élevé dans les pays du droit civil particulièrement dans les pays qui relèvent du système juridique français.

Par ailleurs et dans certains cas, la loi peut favoriser les intérêts des actionnaires de contrôle aux dépens de ceux des actionnaires minoritaires. Dans la mesure où nous nous intéressons aux opérations d'acquisitions, nous prenons comme exemple les offres publiques de retrait obligatoires considérées par plusieurs comme une procédure d'expropriation légale. Au moment où les actionnaires de contrôle détiennent plus de 95%, ils peuvent obliger les actionnaires minoritaires à quitter l'entreprise moyennant une contrepartie. L'affaire Allianz/AGF illustre ce cas. Après avoir acquis plus de 95% du capital de sa filiale AGF, Allianz a décidé de la retirer de la cote en Juillet 2007. Plusieurs actionnaires minoritaires n'ont pas été satisfaits et n'ont pas apporté leurs titres pour des raisons fiscales. Un petit porteur a, par ailleurs, demandé une alternative en titres Allianz (une OPE) pour le retrait obligatoire, mais, l'offre demeura ce qu'elle est (une OPA). Dans un autre contexte, la jurisprudence peut légitimer les intérêts des actionnaires contrôleurs d'un groupe de sociétés aux dépens de ceux des actionnaires d'une filiale. En effet, au sein des groupes de sociétés, le marché interne des capitaux stimule l'interaction entre les entreprises déficitaires et les entreprises performantes notamment les vaches à lait. En vue d'améliorer la santé financière du groupe, les actionnaires de contrôle peuvent par exemple envisager une opération de regroupement entre une filiale en



détresse économique et une autre filiale rentable. Cette opération peut engendrer des pertes colossales à la deuxième filiale et notamment à ses actionnaires minoritaires.

## **4.2. Les institutions extra-légales**

Au delà de la protection légale, les études antérieures soulignent l'importance des institutions extra-légales dans la limitation des bénéfices privés de contrôle. Dans la mesure où l'extraction de ces bénéfices dépend essentiellement de la discrétion, la force de la loi pourrait se voir limitée par le manque de preuves nécessaires pour identifier les infractions commises par les actionnaires de contrôle. Cette insuffisance d'ordre légal peut être compensée par l'efficacité des institutions extra-légales. Les travaux antérieurs définissent cinq principales institutions extra-légales capables de limiter l'ampleur des bénéfices privés de contrôle ((Coffee (2001) ; (Dyck et Zingales (2004) ; Haw et al. (2004) ; Srinidhi et al. (2009)). Ces institutions sont les suivantes: le niveau de la compétitivité du marché, la pression de l'opinion publique, les impôts et les taxes, les normes morales et, enfin, le contrôle à travers les salariés.

### **4.2.1. Le niveau de la compétitivité du marché des produits**

La compétition du marché des produits rend plus coûteuse l'extraction des bénéfices privés de contrôle dans la mesure où une compétitivité accrue entraîne une vérification rigoureuse des coûts et des prix de vente des produits. Avec l'extraction de tels bénéfices notamment par la pratique des prix hors marché, l'entreprise devient moins compétitive et moins rentable. Ainsi, dans un secteur assez concurrentiel, les distorsions du résultat de l'entreprise dus à une extraction de bénéfices privés peuvent mettre en péril la survie de l'entreprise. Dans ces conditions, les actionnaires de contrôle sont moins enclins à entreprendre toute tentative qui peut leur rapporter des bénéfices privés mais qui peut aussi affecter gravement la situation financière de l'entreprise.

#### **4.2.2. La pression de l'opinion publique**

La pression de l'opinion publique limite considérablement l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle vue qu'elle menace directement sa bonne notoriété. La presse est toujours à l'enquête des scandales et elle s'intéresse couramment aux plaintes déposées par des investisseurs à l'encontre des patrons des entreprises, particulièrement les plus grandes d'entre elles. Cependant, une opinion publique efficace dépend de l'indépendance de la presse, de la quantité des journaux diffusés et du niveau d'éducation des investisseurs.

Toutefois, même si la presse limite l'extraction des bénéfices privés de contrôle, elle n'agit pas forcément dans l'objectif de maximisation de la richesse de l'entreprise. Dyck et Zingales (2002) affirment, par exemple, que la pression médiatique pousse les entreprises industrielles à tenir compte de l'importance de l'environnement et de dépenser davantage sur des aspects d'ordre écologique.

#### **4.2.3. Les impôts et les taxes**

Les autorités fiscales et les actionnaires minoritaires ont pour objectif commun l'obtention d'une part équitable des bénéfices. Un contrôle fiscal efficace réduit les bénéfices privés par la limitation des pratiques frauduleuses comme la falsification des factures, le détournement de fonds, l'enregistrement erroné des opérations financières, etc. Ainsi, le renforcement des règles fiscales relatives aux transactions intragroupes réduit considérablement l'écart entre les prix pratiqués au sein du groupe et les prix sur le marché. Cet écart est établi généralement au profit des actionnaires contrôleurs du groupe.

#### **4.2.4. Les normes morales**

Les actionnaires de contrôle peuvent choisir de ne pas extraire des bénéfices privés non pas par crainte de sanctions légales ou sociales mais plutôt par respect à certaines normes morales. Afin d'examiner la portée d'un tel mécanisme, Coffee (2001) utilise le taux des crimes violents par pays et montre que ce taux est très faible dans les pays scandinaves. Stulz et Williamson (2001) s'intéresse à la religion comme un indicateur pour les normes morales. Dyck et Zingales (2004) montrent que la religion catholique est la plus associée aux bénéfices privés, tandis que, la religion protestante est la moins associée à de tels bénéfices.

#### **4.2.4. Le contrôle à travers les salariés**

Lors d'une opération motivée par des bénéfices privés, des contraintes additionnelles pour les actionnaires de contrôle peuvent s'ajouter en raison de la présence des entités économiques ayant un intérêt direct avec l'entreprise. Les salariés, comme l'une de ces principaux entités économiques, ont le potentiel de surveiller étroitement les décisions des actionnaires de contrôle et de pénaliser les voies d'extraction des bénéfices privés. Ils peuvent contrarier les décisions stratégiques en organisant des grèves ou à la limite, dans certains cas, à travers leurs représentants dans les conseils d'administrations. Selon Stiglitz (1985), les unions des salariés prennent généralement des actions qui protègent la survie de l'entreprise à long terme, particulièrement lorsque les salariés sont, en même temps, des actionnaires de l'entreprise.

### 4.3. La gouvernance de l'entreprise

Une gouvernance de bonne qualité accroît les coûts de l'expropriation pour la coalition de contrôle et améliore, par conséquent, la valorisation de l'entreprise. Cependant, dans le cas de la présence d'un actionnaire de contrôle, le rôle de la gouvernance de l'entreprise à discipliner ce dernier se trouve atténué. C'est le cas d'ailleurs pour le conseil d'administration, principal dispositif de gouvernance interne. D'après Daniels et Halpern (1996), au moment où un actionnaire détient une forte participation aux droits de vote, il peut désigner la plupart des membres du conseil d'administration et influencer les décisions prises lors des réunions du conseil en imposant ses propres directives. D'autres études ont souligné, néanmoins, l'efficacité du conseil d'administration même à la présence d'un actionnaire de contrôle (Renneboog (2000), Doidge et al. (2004) et Durnev et Kim (2005). En effet, il se trouve que dans plusieurs pays, les administrateurs sont tenus légalement responsables de l'approbation des transactions déloyales impliquant l'actionnaire de contrôle (Djankov, 2008). Le pouvoir d'un administrateur à s'opposer aux dépassements d'un actionnaire de contrôle peut dépendre ainsi de sa position légale et contractuelle dans l'entreprise. La principale source de son pouvoir provient de ses négociations explicites et implicites au moment de l'élaboration de son contrat avec l'actionnaire dominant avant sa nomination. Lors de ces négociations, il pourrait demander des assurances fermes lui permettant d'assurer le contrôle d'une manière efficace.

L'efficacité du conseil d'administration à contraindre les abus de pouvoir de l'actionnaire de contrôle reste difficile à identifier, néanmoins, elle dépend essentiellement de la composition du conseil. La petite taille du conseil et l'indépendance de ses membres sont souvent considérées comme des facteurs qui accroissent le pouvoir du conseil. Dahya et al. (2008) examinent l'effet de la composition du conseil sur la valeur des entreprises caractérisées par la présence d'un actionnaire dominant. Ils suggèrent que si l'actionnaire de contrôle est plus intéressé par l'accroissement de la valeur de son entreprise, il nominera des administrateurs indépendants. Si, au contraire, il est intéressé plutôt par l'extraction des bénéfices privés de contrôle, il nominera des administrateurs déjà affiliés à l'entreprise. Sur un échantillon de 799 entreprises de 22 pays, les résultats de Dahya et

al. (2008) révèlent une relation positive et statistiquement significative entre la valeur de l'entreprise et le nombre des administrateurs non affiliés à l'entreprise. Cette relation est particulièrement prononcée dans les pays à faible protection légale. Ces résultats supposent qu'un actionnaire de contrôle désirent accroître la valeur de son entreprise est plus enclin à améliorer les mécanismes de gouvernance internes en mettant en place un fort conseil indépendant. Le coût pour l'actionnaire dominant, issu d'un fort conseil d'administration, demeure la perte des avantages privés de contrôle. Les auteurs affirment, en outre, qu'un conseil d'administration composé par des administrateurs indépendants peut réduire les préjudices causées par des transactions douteuses réalisées entre deux entreprises contrôlées par le même actionnaire de contrôle.

Dans un autre contexte, la concentration de capital est largement perçue comme un mécanisme de gouvernance dans la mesure où les détenteurs de blocs importants de capital sont en position de surveiller et de discipliner les preneurs de décisions généralement les dirigeants en cas de mauvaises performances (Shleifer et Vishny (1986)). Toutefois, dans le cas où le preneur de décisions est l'actionnaire de contrôle, la concentration de capital joue son rôle de gouvernance suivant deux alternatives. La première se résume dans le fait qu'une participation importante dans le capital de l'entreprise rend l'actionnaire de contrôle moins enclin à investir dans des projets non rentables, dans la mesure où il va subir une part non négligeable des pertes. Par conséquent, l'actionnaire de contrôle veille à la bonne gouvernance de son entreprise et implique une surveillance étroite sur les dirigeants en les obligeant à travailler dans une optique de maximisation de la richesse de l'entreprise. Kaplan et Minton (1994), ainsi que Kang et Shivdasani (1995) montrent que les entreprises qui sont caractérisées par la présence des actionnaires importants ont tendance à remplacer les dirigeants suite à leurs mauvaises prestations. Subséquemment, les problèmes de gouvernance qui peuvent surgir en cas de dispersion de l'actionnariat seront atténués. La Porta et al. (2002) affirment, également, que la concentration du capital est une bonne solution pour pallier à un système juridique offrant une protection insuffisante aux petits actionnaires. La deuxième alternative concerne la présence d'autres actionnaires détenant individuellement ou ensemble un bloc important d'actionnariat. Ces derniers représentent un mécanisme de gouvernance important dans la mesure où ils sont dans une position confortable pour

contrarier les décisions émises par l'actionnaire de contrôle lors des assemblées générales si ces décisions portent atteintes à leurs intérêts. Cependant, les rapports socio-économiques qui peuvent exister entre les autres actionnaires importants et l'actionnaire de contrôle sont en mesure d'influencer l'efficacité de ce mécanisme de gouvernance. D'un autre côté, la différenciation de la typologie des actionnaires importants (par exemple : familles, institutions financières) permet d'avoir une complémentarité des expertises de contrôle. L'hétérogénéité des compétences de '*monitoring*' permet de limiter l'extraction des rentes et de réduire la sévérité du problème de '*tunneling*' (Zaabar (2005)). Berglöf et Burkart (2003) affirment qu'indépendamment de leur attitude avec l'actionnaire de contrôle, les autres actionnaires importants exercent un rôle crucial dans la détermination de la nature et de la dynamique de la gouvernance dans l'entreprise.

La gouvernance par des mécanismes externes peut être également affaiblit par la présence d'un actionnaire de contrôle. Les éventuelles prises de contrôle hostiles peuvent être toujours bloquées par l'actionnaire de contrôle (Stulz (1988)). Enfin, un marché du travail caractérisé par la présence de dirigeants assez compétents ne présente pas une réelle menace pour le dirigeant-actionnaire dans la mesure où sa position de contrôle lui permet d'entraver toute décision de remplacement.

## **5. Exemples de transfert illégitime de la richesse vers les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions**

L'objectif de cette section est de montrer, à partir de cas réels, l'existence du phénomène de transfert illégitime de la richesse vers les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions. Il s'agit de deux cas qui concernent deux grands groupes français (le groupe Wendel et le groupe PPR).

## **5.1. La restructuration du groupe Wendel**

L'affaire du groupe Wendel, fortement médiatisée en 2008, a été dénoncée suite à une plainte déposée à l'encontre des dirigeants-actionnaires du groupe Wendel accusés d'avoir tiré un bénéfice excessif de la réorganisation en 2007 du capital du groupe. Cette réorganisation a suscité l'insatisfaction et même la colère des actionnaires familiaux minoritaires, les grands perdants de cette affaire. D'autre part, les médias ont reproché aux grands gagnants de l'affaire d'avoir bénéficié des rémunérations flagrantes en pleine crise du pouvoir d'achat à l'époque grâce notamment à des abattements fiscaux considérables.

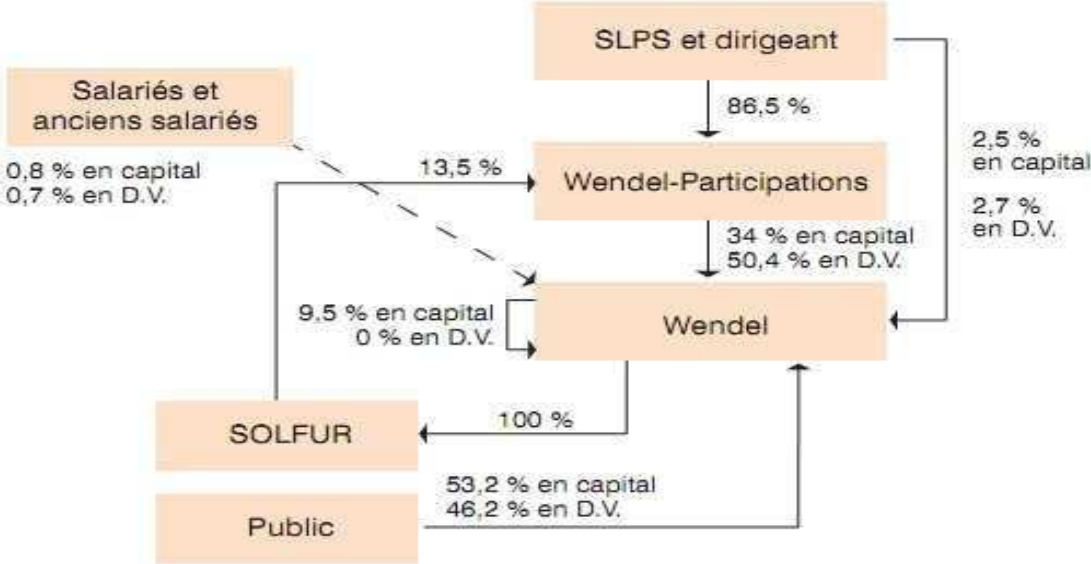
Grâce à un montage juridique infiniment complexe, conçu par des grands cabinets d'affaires, l'équipe dirigeante de Wendel a réussi à obtenir 324 millions d'euros de titres. Ernest-Antoine Seillière, le président du conseil de surveillance de Wendel et l'un des principaux actionnaires familiaux, a reçu, à lui seul, 79 millions d'euros de titres. Chaque étape du montage s'inscrit dans un cadre légal parfait mais l'ensemble du dispositif a permis un transfert de valeur non négligeable pour le compte des actionnaires-dirigeants. Ceci remet en cause l'efficacité du système légal français qui, contrairement à son homologue anglo-saxon, ne fait pas appel au 'flair' des juges pour examiner la justesse de la conduite des actionnaires de contrôle vis-à-vis des investisseurs externes et applique à la lettre les textes de la loi (Coffee (2000)).

La restructuration du groupe 'Wendel' s'est traduite par les opérations suivantes :

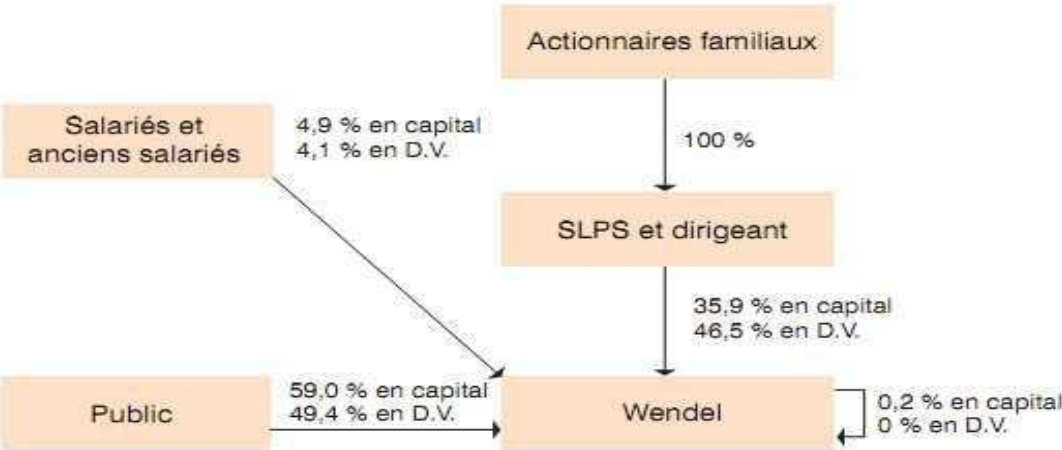
- annulation de l'auto-détention impliquée par la société Solfur ;
- suppression de la boucle de participation et simplification des structures familiales par l'échange entre les sociétés familiales et l'équipe de Direction de Wendel des titres Wendel-Participations contre des titres Wendel puis, par la fusion de SLPS (Société lorraine de participations sidérurgiques) et de Wendel-Participations.

Les deux organigrammes ci-dessous résument l'évolution des structures du groupe Wendel:

**Graphique 1.5 : organigramme du groupe Wendel au 31 décembre 2006**



**Graphique 1.6 : organigramme du groupe Wendel au 31 décembre 2007**



Source : rapport annuel 2007 du groupe Wendel



Les actionnaires minoritaires contestent particulièrement le prix très faible déboursé par les actionnaires-dirigeants, qui leur a permis, suite à la restructuration, d'avoir presque 5% du capital de Wendel. Ces derniers n'ont payé que 83 millions d'euros pour acquérir des actions qui valent 324 millions d'euros, soit une plus value de 241 millions d'euros, presque quatre fois le prix déboursé.

L'opération a commencé par le rachat de Wendel-Participations de 13,5% de ses propres actions détenues par la société Solfur, une coquille vide créée par Ernest-Antoine Seillière et contrôlée ultérieurement par des dirigeants-actionnaires de Wendel. Ces derniers ont obtenu, depuis octobre 2004, une option d'achat sur les titres détenus par Solfur dans Wendel-Participations, l'option d'achat peut être levée à tout moment jusqu'au octobre 2010. Le prix du titre calculé en 2004 sur la base du cours de l'action Wendel à l'époque vaut 40 euros, alors qu'au moment où les dirigeants-actionnaires ont exercé l'option et ont réalisé l'échange de titres, le cours de Wendel valait 127,87 euros. Enfin et moyennant des opérations intermédiaires, les 13,5% de titres Wendel-Participations, société non cotée, sont transformés en 5% de titres Wendel, société cotée et en pleine croissance.

Ensuite, la fusion de SLPS et de Wendel-Participations avait pour objectif, selon les dirigeants, de faire sortir du bilan du groupe les titres de Wendel-Participations non cotés et très difficilement cessibles compte tenu de leur caractère illiquide. Aussi, cette fusion sert à simplifier le groupe et bénéficier d'un abattement sur l'ISF (l'impôt de solidarité sur la fortune) grâce à la suppression d'un étage du groupe. Or, étant donné la période choisie, cette fusion a servi en grande partie à camoufler le transfert de valeur engendré par la première opération de rachat. En outre, le rapport établi par le commissaire à la fusion montre que le prix d'acquisition vaut moins de la moitié de la valeur des apports de la société absorbée, soit un prix de 41424 mille euros pour des apports valant 86220 mille euros.

Enfin, le parquet de Paris s'est prononcé pour le classement sans suite de la plainte déposée à l'encontre de cette affaire, estimant qu'aucune qualification pénale ne ressortait du dossier au vu d'éléments d'informations transmis par l'Autorité des marchés financiers et d'une expertise interne.

## **5.2. L'acquisition de la Scoa par le groupe PPR <sup>1</sup>**

PPR (anciennement Pinault-Printemps-Redoute) est un groupe d'entreprises commerciales français créé par François Pinault. Ce dernier contrôle depuis la création du groupe plus de 40 % du capital et plus de 55% des droits de vote via la holding Artémis. Nous nous intéressons à l'acquisition de la Scoa (Société commerciale de l'Ouest africain, une filiale du groupe Paribas qui distribue en Afrique des médicaments et des pièces détachées automobiles) par le groupe PPR étant donné qu'elle était initiée formellement par l'actionnaire de contrôle du groupe PPR, monsieur François Pinault.

Depuis 1993, le groupe Paribas a reçu plusieurs demandes de François Pinault concernant l'acquisition de la Scoa, néanmoins, les responsables de Paribas redoutent cet homme d'affaires, comme l'a précisé une note interne à l'époque: «Compte tenu des acrobaties financières auxquelles semble se livrer François Pinault en ce moment, je pense que nous devons être particulièrement méfiants.» Une autre note est encore plus catégorique: «Il est hors de question de nous laisser entraîner dans cette direction.» Mais après trois ans, Paribas a accepté de céder.

En mars 1996, le groupe PPR a acquis 88% du capital de la Scoa. La situation financière de cette filiale était difficile, avec des capitaux propres sociaux négatifs de 530 millions de francs une année avant l'acquisition. La transaction s'est réalisée pour le franc

---

<sup>1</sup> L'affaire de l'acquisition de la Scoa a été publiée au journal libération paru le 21 mai 1999 et le 17 juillet 2000. A défaut d'informations complémentaires, nous avons été contraints de se contenter des informations fournies par les articles cités dans le journal.

symbolique après que PPR a pris à sa charge des centaines de millions de francs de dettes de la Scoa.

Après avoir acquis les 88%, PPR envisage de reprendre le reste. À cet égard, elle projette de lancer une OPA pour racheter les 12 % aux mains d'actionnaires minoritaires et offre, à cette occasion, 25 francs par action. Pour convaincre tout le monde, PPR annonce qu'après l'OPA, elle procédera à un «coup d'accordéon» : le capital de la Scoa sera réduit à zéro, les anciennes actions ne vaudront alors plus rien. Le groupe PPR a engagé la banque 'Indosuez' pour organiser une opération de portage sur la Scoa. Néanmoins, il y avait des actionnaires minoritaires qui n'ont pas apporté leurs titres à PPR. La législation boursière prévoit que si l'actionnaire majoritaire possède plus de 95 %, les actionnaires minoritaires sont en droit de réclamer une OPR (offre publique de retrait) dont le prix, à la différence de l'OPA, est fixé par un expert indépendant.

En l'occurrence, l'expert indépendant a découvert que le groupe Paribas a vendu à PPR, toujours pour un franc symbolique, une créance douteuse de 330 millions de francs sur la Scoa. Dans le cas où le groupe Paribas, en tant que maison mère, avait récupéré cette créance avant l'acquisition, cela aurait largement résorbé les fonds propres de la Scoa, au profit de tous ses actionnaires. Néanmoins, les 330 millions n'ont profité ultérieurement qu'au seul François Pinault, qui, par la suite, a construit un montage fiscal pour éviter l'impôt sur les plus-values. Cette opération a fait l'objet de la première plainte de l'un des actionnaires minoritaires. Le montage est comme suit : la Scoa ayant accumulé 1,5 milliard de pertes, elle ne paiera pas d'impôt sur ses bénéfices à venir (dans la limite de 1,5 milliard), soit une économie de 700 millions de francs. Pour en profiter à plein régime, la Scoa a racheté des filiales rentables du groupe PPR pour résorber leurs bénéfices imposables. Le système est légal, dans le cas où société désignée comme «tête de pont fiscal», ne soit pas contrôlée à plus de 95 %. Le problème ne s'est finalement pas posé, puisque le groupe PPR n'a atteint que 93,5% des titres Scoa.

Par ailleurs et juste avant la clôture de l'OPA, une note saisie au siège de la banque Indosuez stipule que la Caisse des dépôts (CDC), actionnaire à 4,37% de la Scoa, n'a pas

encore apporté ses titres à Pinault. Si on va rajouter ces 4,37 %, le seuil dépassera les 95% ( $93,5 + 4,37 = 97,9$  %). Donc, il aurait fallu savoir si la CDC avait-elle renoncé à apporter ses titres à l'OPA pour complaire à François Pinault. La brigade financière a interrogé la direction de PPR. Cette dernière a indiqué que dans les vieilles sociétés comme la Scoa (fondée en 1907), il est courant que des titres s'égarer (leurs propriétaires sont morts ou disparus). Ces titres en déshérence sont alors consignés pendant trente ans à la CDC, laquelle n'en a pas la pleine propriété. Interrogé sur ce point, un responsable de la CDC indiqua que celle-ci a apporté tous ses titres à l'OPA. Néanmoins, la note saisie au siège Indosuez proclame le contraire.

Pour vérifier si les titres ont été apportés ou pas à l'OPA, il aurait été possible de consulter le système informatique de la bourse qui permet de centraliser et lister tous les échanges de titres en cas d'une offre publique. Or, cela n'était pas le cas pour la Scoa, le Conseil des Bourses de valeurs (CBV, organisme de tutelle) avait accordé une «dérogation à titre exceptionnel» afin que les titres soient envoyés directement auprès de la société de Bourse du CCF, banque conseil de Pinault sur la Scoa. Le président du CBV à l'époque, René Barbier de la Serre, était également vice-président du CCF. Il a occupé après un certain temps la fonction du président du conseil de surveillance de PPR. Lorsqu'il était interrogé par la brigade financière, de la Serre a indiqué qu'il s'était abstenu lorsque le CBV avait statué sur la Scoa, conformément à la déontologie en vigueur. Le parquet de Paris, qui était entrain d'examiner d'éventuels faux bilans de la Scoa commis sous l'ère Paribas, a refusé d'examiner une énième plainte sur les conditions de l'OPA de la Scoa.

## **6. Conclusion**

Dans le présent chapitre, nous avons essayé d'explorer les différents enjeux théoriques qui entourent la problématique de l'extraction des bénéfices privés par les actionnaires de contrôle via des opérations de fusions-acquisitions. A l'échelle macro, l'ampleur de cette

extraction est conditionnée par le cadre institutionnel dans lequel l'entreprise opère. Au niveau de l'entreprise, plusieurs mécanismes internes sont en mesure de favoriser ou de freiner la conduite opportuniste des actionnaires de contrôle vis-à-vis des opérations de fusions-acquisitions. D'une part, nous avons expliqué, comment les droits de vote, l'excès de ces droits par rapport aux droits aux bénéfices, le rattachement à la direction, les actions de concert et les liens relationnels avec les autres parties prenantes peuvent faciliter la poursuite de l'actionnaire de contrôle à ses objectifs privés via des opérations de fusions-acquisitions. D'après les travaux antérieurs, cette conduite devient problématique au moment où il existe une séparation entre la propriété et le contrôle due à priori à l'appartenance à un groupe de sociétés. L'analyse du cas du groupe Wendel montre clairement comment les actionnaires de contrôle ont pu profiter de la législation en vigueur pour réorganiser leur groupe notamment via une opération de fusion et extraire légalement des bénéfices excessifs aux dépens des actionnaires minoritaires. D'autre part, il s'avère que la concentration du capital détenu par l'actionnaire de contrôle, la présence d'autres actionnaires importants et l'existence d'un conseil d'administration indépendant et de taille réduite constituent des mécanismes de gouvernance internes susceptibles de dissuader l'actionnaire de contrôle à poursuivre ses objectifs privés et d'aligner ses intérêts avec les intérêts de l'organisation.

## **Bibliographie**

- Albouy M, 2002, “Acquisitions, « goodwill » et performance boursière”, *L’expansion Management Review*, Décembre, pp72-79
- Albuquerque R et Schroth E, 2010, “Quantifying private benefits of control from a structural model of block trades”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp 33-55
- Alexandre H et Paquerot M, 2000, “Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants”, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3, pp 5 - 29.
- Allouche J et Amann B, 2002, “L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale”, *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp 109-130
- Amihud Y et Lev B , 1981, “Risk Reduction as a managerial motive For Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp 605-617
- Anderson R.C et Reeb D.M, 2003, “Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, Vol. 58, pp1301–1328
- Arena M et Ferris S, 2007, “When managers bypass shareholder approval of board appointments, evidence from the private security market”, *Journal of Corporate Finance*, Vol 13, pp. 485–510
- Bae K, Kang J et Kim J, 2002, “Tunneling or Value addition? Evidence from Mergers by Korean business groups”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp 2695- 2740
- Barclay M et Holderness C, 1989, “Private Benefits of Control of Public Corporations”, *Journal of Financial economics*, Vol. 25, pp 89-110
- Barclay M et Holderness C et Sheehan D, 2001, “Block Pricing Puzzle”, Working paper, Bradley Policy Reseach Center, University of Rochester, pp 1 -14
- Bebchuk L, 1994, “Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, pp 957-993.
- Bebchuk L, Kraakman R et Triantis G, 2000, “Stock Pyramids, Cross Ownership and The Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights”, *National Bureau of Economic Research*, pp 295-315

- Ben-Amar W et André P, 2006, “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The case of family ownership in Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, n°3&4, pp 517-543
- Berglöf E et Burkart M, 2003, “European Takeover Regulation”, *Economic Policy*, Vol. 36, pp 172-221
- Bigelli M et Mignoli S, 2004, “Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System”, *Journal of Management and Governance*, Vol. 8, pp 373-405
- Boubaker S et Labégorre F, 2008, “Le recours aux leviers de contrôle : le cas des sociétés cotées françaises”, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 11, n° 3, pp 96-124.
- Boubel A et Pansard F, 2004, “Les investisseurs institutionnels”, collection REPERES, Edition 2004, p91
- Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 2000, “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control”, *The journal of finance*, Vol. 57, n°2, pp 647-678
- Burkart M, Panunzi F et Shleifer A, 2003, “Family Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 58, pp 2167-2202.
- Buyschaert A, Deloof M et Jegers M, 2004, “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp 81-103
- Carney W.J, 1997, “Large Bank Stockholders in Germany: Saviors or Substitutes?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, n° 4, pp 74-81.
- Claessens S., Djankov S, Fan J., Lang L. (2000), «The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 81–112
- Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of finance*, Vol. 57, N. 6, pp 2741-2771
- Coffee J, 2000, “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, Unpublished working paper 158, Columbia Law School, New York.
- Coffee J, 2001, “Do norms matter? A cross-country examination of private benefits of control”, Mimeo, Columbia University Law School

- Cronqvist H et Nilsson M, 2003, “Agency Costs of Minority Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, N 4, pp 695-717
- Dahya J, Dimitrov O et McConnell J.J, 2008, “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp 73-100
- Daniels R.J et Halpern P, 1996, “Too Close for Comfort : The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy”, *The Canadian Business Law Journal*, Vol. 26, pp 11-62
- DeAngelo H et DeAngelo L, 1985, «Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock», *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp 33–69
- De La Bruslerie H, 2008, “Equal Opportunity Rule in Transfer of Control: A Signaling Model”, working paper, Université Paris IX Dauphine
- Demsetz H et Lehn K, 1985, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.” *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp 1155-77
- Denis D.J, Denis D.K et Sarin A, 1997, “Agency problems, equity ownership and corporate diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp 135-160.
- Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2008, “The law and economics of self-dealing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp 430–465
- Doidge C, Karolyi A et Stulz, R.M, 2004, “Why do countries matter so much for corporate governance?”, Unpublished working paper 502004. European Corporate Governance Institute. Bruxelles, Belgium.
- Durnev A et Kim E.H, 2005, “To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp 1461–1493.
- Dyck A et Zingales L, 2002, “The corporate governance role of the media”, CEPR Discussion Papers 3630,
- Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Vol. 59, No 2, pp 537-600



- Easterbrook F.H et Fischel D, 1983, “Voting in corporate law”, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp 395–428
- Edwards J et Weichenrieder A, 2009, “Control rights, pyramids and the measurement of ownership concentration”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 72, pp 489-508
- Faccio M et Lang L H.P, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial economics*, Vol. 65, pp 365-395
- Faccio M et Stolin D, 2006, “Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions”, *Journal of Business*, Vol. 79, pp 1413-1444
- Fama E et Jensen M, 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Finance*, Vol. 26, pp 1-31
- Grossman S et Hart O, 1980, “Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp 42–69.
- Hanson R.C et Song M.H, 1996, “Ownership Structure and Managerial Incentives: The Evidence from Acquisitions by Dual Class Firms”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 23(5) & (6), pp 831-849
- Haw I-M, Hu B, Hwang LS et Wu W, 2004, “Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, pp 423-462.
- Healy P. M., Palepu K. G et Ruback, R. S, 1992, “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol 31, pp 135–175.
- Hitt M, Harrison J.R, Ireland R.D et Best A, 1998, “Attributes of successful and unsuccessful acquisition of U.S. firms”, *British Journal of Management*, Vol. 9, pp 91–114
- Holmen M et Knopf D, 2004, “Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, pp167-191
- Hu H et Black B, 2007, “Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp 343–367

- Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et Schleifer A, 2000, “Tunnelling”, American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 90, pp 22-27
- Kahan M, 1993, "Sales of Corporate Control", Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 9, pp 368-379
- Kang J et Shivdasani A, 1995, “Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan” , Journal of Financial Economics, Vol. 38, pp 1-30
- Kaplan S.N et Minton B, 1994, “Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for managers”, Journal of Financial Economics, Vol. 36, pp 225-258.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 1997, “Legal Determinants of External Finance”, Journal of Finance, Vol. 52, pp 1131-1150
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 1998, “Law and Finance”, Journal of Political Economy, Vol. 106, pp 1113-1150
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 2000, "Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp 3-27
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2006, “What Works in Securities Laws?”, Journal of Finance, Vol. 61(1), pp 1-32
- Lank A, 1992, “Les entreprises familiales européennes : espèce en voie de disparition ou puissants acteurs économiques”, Revue Economique et Sociale, n° 3, pp 157-168
- Lauterbach B et Yafeh Y, 2011, “Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares”, Journal of Corporate Finance, Vol. 17, pp 215-228
- Le Maux J, 2007, “Les primes de transactions de blocs en Europe”, papier de recherche <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/98.pdf>
- Leuz C, Nanda D et Wysocki P.D, 2002, “Earnings management and investor protection : An interantional comparison”, Sloan Working paper 4225-01 , MIT Sloan School of Management
- Matvos G et Ostrovsky M, 2008, “Cross-ownership, returns and voting in mergers”, Journal of Financial Economics, Vol 89, 391–403

- Mikkelson W et Regossa H, 1991, “Premiums paid in block transactions”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 12, pp 511-51
- Morck R, Shleifer A et Vishny R, 1988, “Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis”, Vol 20, pp 293-315
- Nenova T, 2003, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp 325–351
- Nicodano G et Sembenelli A, 2004, “Private benefits, block transaction premiums and ownership structure”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 13, pp 227–244
- Perez-Gonzalez F, 2006, “Inherited Control and Firm Performance”, *American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, pp 1559-1588
- Poulsen T, 2011, “Private benefits in corporate control transactions”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp 52-58
- Renneboog L, 2000, “Ownership, managerial control and the corporate governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp 1959–1995
- Roll R, 1986, “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business*, Vol. 59, pp 197-216
- Ruiz-Mallorquí M.V et Santana-Martín D.J, 2011, “Dominant institutional owners and firm value”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, pp 118–129.
- Schatt A et Mpasinas T, 2005, “Peut-on expliquer l’amplitude des primes d’acquisition ? Le cas des entreprises de haute technologie cotées au NASDAQ”, *Banque and Marchés*, n°76, pp 52-60
- Shleifer A et Vishny R, 1986, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp 461-488
- Shleifer A et Vishny R, 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp 737-783.
- Shleifer A et Wolfenzon D, 2002. “Investor protection and equity markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp 3-27

- Smith B F et Amoako-Adu B, 1994, “A Comparative Analysis of Takeovers of Single and Dual Class Firms”, *Financial Review*, Vol. 29, pp 23-47
- Srinidhi B, Lim C.Y et Hossain M, 2009, “Effect of Country-level Legal, Extra-legal and Political Institutions on Auditing: A Cross-country Analysis of Auditor Specialization Premium”, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 5, pp 34-46
- Stiglitz J, 1985, “Credit markets and the control of capital”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 17, pp 133–152
- Stulz R, 1988, “On Takeover Resistance, Managerial Discretion and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 25–54.
- Stulz R et Williamson R, 2001, "Culture, Openness, and Finance", NBER Working Papers 8222
- Wolfenzon D, 1999, “A Theory of Pyramidal Structures”, Harvard University, mimeo,
- Yen T et André P, 2007, “Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries”, *Journal of Economics and Business* , Vol.59, pp 380-405
- Zaabar R, 2005, “Contestabilité du contrôle et performance des entreprises européennes”, *Banque & Marchés*, Vol. 76, pp 39-52
- Zingales L, 1994, “The value of a voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, pp 125-148

# Chapitre II

Enracinement des actionnaires  
de contrôle et performance à court  
terme des fusions-acquisitions  
en France

## **Résumé**

La concentration de l'actionnariat dans la plupart des pays, notamment en France, a attiré l'attention des chercheurs sur le rôle des actionnaires de contrôle dans l'entreprise. Ce chapitre examine l'impact de l'enracinement des actionnaires de contrôle sur la performance des acquisitions à court terme. L'objectif est d'identifier, à partir de la réaction du marché, les cas où les actionnaires de contrôle utilisent des opérations de fusions-acquisitions pour extraire des bénéfices privés de contrôle. Nos résultats montrent, d'abord, que les principaux facteurs accentuant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle notamment les droits de vote, la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, le cumul des fonctions, la signature d'une action de concert ne semblent pas en général affecter la performance à court terme mesurée par les rentabilités anormales cumulées (RAC). Toutefois, il s'avère que dans des cas particuliers comme les opérations diversifiables, le faible actionnariat et la propriété familiale, certains de ces facteurs agissent autrement et affectent significativement la performance à court terme.

## **Chapitre II : Enracinement des actionnaires de contrôle et performance à court terme des fusions-acquisitions en France**

### **Introduction**

L'étude de la performance des entreprises acquéreuses lors de fusions-acquisitions a fait l'objet de très nombreux travaux. Ces derniers et notamment les études de Morck et al. (1990), Lang et al. (1991), Bae et al. (2002), Moeller et al. (2004) et Moeller et al. (2005) montrent une réaction négative autour de la date d'annonce pour les entreprises acquéreuses. L'une des explications majeures de la destruction de valeur à court terme avancée par ces recherches est la présence de conflits d'agence entre les preneurs de décisions dans l'entreprise et les autres acteurs du marché. Toutefois, la grande majorité des travaux qui s'intéresse à ces conflits lors de l'annonce des fusions-acquisitions a pris une optique plutôt managériale pour expliquer la finalité et les motivations de ces transactions. Dans une optique de gouvernance des entreprises, du fait de la présence d'un actionnariat plutôt concentré dans la majorité des pays dans le monde, Shleifer et Vishny (1997), la Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) et Faccio et Lang (2002) estiment que le principal problème d'agence n'est pas le conflit actionnaires-dirigeants mais c'est plutôt le risque d'expropriation des bénéfices par les actionnaires de la coalition de contrôle.

En France, hormis les plus grandes d'entre elles, la plupart des entreprises ont un actionnariat concentré (Ginglinger (2002)). Ces entreprises sont dominées par des actionnaires de contrôle détenant une place spécifique dans l'entreprise leur permettant de participer effectivement au processus des décisions stratégiques et notamment le lancement d'une offre publique d'achat. Cependant, peu d'études se sont interrogées sur le rôle et l'impact de cet actionnaire de contrôle dans les opérations de fusions-acquisitions (Hamza (2009)). Cette étude s'efforce de répondre à cette problématique en

s'intéressant à l'effet de la présence d'actionnaires de contrôle sur la performance à court terme des entreprises initiatrices en France.

Les actionnaires de contrôle du fait de leur position ont un pouvoir discrétionnaire sur les décisions stratégiques de l'entreprise et ils peuvent facilement exproprier les autres actionnaires en investissant les ressources de l'entreprise dans des projets qui favorisent leurs propres intérêts (Bae et al. (2002)). Une entreprise peut être amenée, par exemple, à acquérir une cible de secteur différent ne répondant pas à ses vraies besoins stratégiques, ou bien, elle peut être amenée à surpayer une cible et ceci afin de satisfaire les propres ambitions des actionnaires de contrôle. Morck et al. (1990), Dyck et Zingales (2004) affirment que si l'hypothèse de sur-paiement est vérifiée, nous devrions observer une diminution du cours boursier de l'entreprise acquéreuse à l'annonce de l'opération.

D'un autre côté, il ne faut pas voir la présence d'un actionnaire de contrôle dans une entreprise sous un angle totalement dissuasif. Les entreprises contrôlées par leurs actionnaires surveillent mieux leurs dirigeants et subissent moins le problème des passagers clandestins (Shleifer et Vishny (1997); Andres (2008)). Aussi, la participation importante dans le capital de l'entreprise rend l'actionnaire de contrôle moins enclin à investir dans des acquisitions non rentables, dans la mesure où il va subir une part non négligeable des pertes.

Des études empiriques antérieures ont examiné la relation entre la structure de propriété et les opérations de rapprochement, leurs résultats sont mitigés et diffèrent à travers les pays selon les origines légales, la présence des institutions extra-légales et l'efficacité des systèmes de gouvernance. Ces recherches ont essayé d'expliquer les incitations des actionnaires de contrôle adoptant des stratégies de fusions-acquisitions et de vérifier si ces opérations constituent un outil pour ces acteurs permettant d'extraire des bénéfices privés de contrôle. Johnson et al. (2000) notent ainsi que les opérations de rapprochement sont utilisées par les actionnaires de contrôle afin d'obtenir des bénéfices privés au cas où la réglementation offre une faible protection pour les autres actionnaires. Bae et al. (2002) montrent que les actionnaires minoritaires réalisent des



pertes autour de la date d'annonce d'une acquisition. Cette observation doit cependant être nuancée par le fait que le portefeuille de l'actionnaire de contrôle est gagnant grâce à sa participation dans d'autres entreprises du groupe. Ils concluent que les actionnaires de contrôle utilisent les acquisitions comme un instrument de transfert de richesse des actionnaires minoritaires vers leurs propres comptes. Bigelli et Mignoli (2004) trouvent que les actionnaires de contrôle créent des structures pyramidales via des opérations d'acquisitions qui permettent le transfert de bénéfices privés des entreprises du bas de la pyramide vers les entités dominantes. Néanmoins, d'autres études ont rejeté l'hypothèse de l'existence d'une expropriation à l'issue des opérations de regroupement. Holmen et Knopmf (2004) affirment que les actionnaires de contrôle optent pour des fusions-acquisitions afin de renflouer les entreprises affiliées en détresse économique. Buyschaert et al. (2004) admettent qu'à partir de ces opérations, les actionnaires de contrôle peuvent créer des groupes de sociétés plus transparents. Ben-Amar et André (2006) et Faccio et Stolín (2006) supposent qu'un système légal efficace ou des institutions extra-légales suffisamment développées amplifient les coûts de l'expropriation pour les actionnaires de contrôle. La rareté des travaux qui ont examiné cette problématique dans un contexte exclusivement français justifie selon nous cette recherche.

Dans la présente étude, nous considérons qu'il existe un nombre de facteurs qui sont en mesure d'influencer la capacité de l'actionnaire de contrôle à extraire des bénéfices privés de l'entreprise. Par exemple, la fonction de directeur général détenue par l'actionnaire de contrôle élargit considérablement son champ discrétionnaire et lui permet de s'enraciner davantage par le biais des liens qu'il crée avec les autres parties prenantes. La détention d'un large bloc de droits de vote constitue un autre facteur important. Le détenteur du bloc peut imposer facilement ses prérogatives et influencer notablement le processus décisionnel de l'entreprise. Nous identifions, dans cette étude, un ensemble de facteurs internes susceptibles d'accentuer ou au contraire de limiter l'enracinement de l'actionnaire de contrôle. Nous supposons, par ailleurs, que le marché prend en considération ces facteurs au moment où il valorise l'entreprise lors d'une opération de fusion ou d'acquisition. Nos résultats indiquent, qu'en général, les principaux facteurs influençant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle n'affectent

pas la performance à court terme. Cependant, dans certains cas particuliers, le marché réagit d'une manière relativement significative à la présence de l'un de ces facteurs.

Le reste du chapitre s'organise de la façon suivante. La première section explique le choix du contexte français et présente les objectifs de la recherche. La deuxième section expose la méthodologie suivie. La troisième section est consacrée à l'analyse des résultats.

## **1. Le contexte français et les objectifs de la recherche**

Nous considérons le contexte français comme un champ d'investigation idéal pour notre problématique dans la mesure où la plupart des entreprises cotées ont un actionnariat concentré, sont affiliées à des groupes d'entreprises et permettent l'émission de droits de vote double (Bloch et Krempp (1999); Boubaker et Labégorre (2006)). Ces mécanismes favorisent l'existence d'un écart parfois important entre la propriété des actions et le contrôle des votes. Cette situation représente une source de conflits entre l'actionnaire de contrôle et les différentes parties prenantes, principalement les actionnaires minoritaires. Selon Faccio et Lang (2002), 14 % seulement des entreprises françaises cotées ont un actionnariat dispersé. Ce seuil est de 9 % d'après Boubaker et Labégorre (2006). D'autre part, La Porta et al. (1998) montrent que les actionnaires minoritaires sont faiblement protégés dans les pays qui relèvent de la loi civile française. Dyck et Zingales (2004) mesurent les bénéfices privés de contrôle moyennant les primes de transactions de blocs d'actions et trouvent qu'en moyenne ces primes sont plus élevées dans les pays qui relèvent de la loi civile française. Dans un cadre plus restreint, Nenova (2003) trouve que la valeur des blocs de votes est relativement plus importante en France (28,1 %) qu'en Allemagne (9 %) ou qu'au Royaume Uni (9 %). Johnson et al. (2000) montrent, à partir des études de cas, que le système légal en France ne parvient pas dans une certaine mesure à empêcher la présence du phénomène 'Tunneling' ou le transfert illégitime des richesses de l'entreprise au profit des actionnaires de contrôle.

L'objectif de cette recherche est de vérifier si les facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle affectent la performance à court terme des entreprises françaises ayant initié une opération de fusion ou d'acquisition. Suivant Bae et al. (2002) ; Bigelli et Mignoli (2004) ; Holmen et Knopmf (2004) ; Buysschaert et al. (2004) ; Ben-Amar et André (2006) et Faccio et Stolín (2006), nous étudions la réaction du marché autour de la date d'annonce pour prévoir si les actionnaires de contrôle utilisent les opérations de fusions-acquisitions dans le but d'extraire des bénéfices privés de contrôle. Une réaction faible ou négative, induite par l'un des facteurs, constitue selon notre analyse une validation de l'hypothèse d'extraction des bénéfices privés lors de ces opérations. En accord avec la littérature, les facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sont les suivants:

**- La participation de l'actionnaire de contrôle aux droits de vote**

La part des droits de vote représente le principal outil sur lequel l'actionnaire de contrôle s'appuie pour imposer ses décisions lors d'une assemblée générale. A un niveau élevé de droits de vote, il peut éviter toute sorte d'opposition de la part des actionnaires minoritaires. Par exemple, Holmen et Knopmf (2004) constatent que les actionnaires de contrôle tendent à améliorer leur participation aux droits de vote au moment où les autres actionnaires sont susceptibles de s'opposer à une acquisition. En outre, la concentration des droits de vote affaiblit notablement les mécanismes de gouvernance internes (principalement le conseil d'administration) et externes (principalement le marché des prises de contrôle). A mesure que sa participation aux droits de vote augmente, l'actionnaire de contrôle domine davantage les assemblées générales en possédant plus de voies et en acquérant plus de pouvoir dans la nomination des membres du conseil d'administration. Hermalin et Weisbach (1991) et Berger et al. (1997) montrent, dans ce cadre, que la concentration de l'actionnariat est négativement reliée avec la proportion des administrateurs indépendants. Holderness (2003) notent que les détenteurs de blocs sont enclins à utiliser leurs droits de vote afin de profiter des avantages qui ne sont pas partagés avec les actionnaires minoritaires. Cronqvist et

Nilsson (2003) affirment que l'enracinement de l'actionnaire est une fonction croissante des droits de vote et trouvent une relation négative entre les droits de vote des actionnaires de contrôle et la valeur de l'entreprise. Ainsi, plus l'actionnaire de contrôle détient des droits de vote et plus le marché serait méfiant quant aux décisions de fusions ou d'acquisitions, ce qui devrait se traduire par une réaction plus faible.

#### - **La séparation entre la propriété et le contrôle**

Un actionnaire de contrôle s'enracine davantage si ses droits de vote excèdent ses droits aux bénéfices. En France, les deux principaux mécanismes favorisant l'excès des droits de vote sont les structures pyramidales et les droits de vote doubles. Contrairement à l'Italie, le recours aux actions sans droits de vote est peu fréquent (Boubaker et Labégorre (2008)). L'excès de droits de vote, ou plus couramment défini comme la séparation entre la propriété et le contrôle, est souvent désigné comme un facteur agissant négativement sur la performance. Bebchuk et al. (2000) ; Claessens et al. (2002) montrent que la séparation amplifie significativement les coûts d'agence dus principalement aux décisions prises par les actionnaires ultimes et ne favorisant pas l'intérêt de l'entreprise. Au moment où la séparation augmente, l'actionnaire de contrôle subit de moins en moins les conséquences de ses décisions et évite par ce biais des pertes importantes en cas de mauvaise performance. Par conséquent, l'actionnaire de contrôle peut opter pour des acquisitions qui augmentent ses bénéfices privés et qui lèsent par la suite les droits des autres parties prenantes. Claessens et al (2002) a mis en évidence une relation négative entre l'étendue de la séparation du pouvoir à la propriété et la performance financière. Dans le cadre des fusions-acquisitions, les études de Bae et al. (2002), Bigelli et Mignoli (2004) et Belot (2010) montrent une relation négative entre les rendements anormaux et la séparation entre les droits de vote et les droits aux bénéfices. Yen et André (2007) affirment que cette séparation conduit à une performance opérationnelle négative. Néanmoins, Bozec et Laurin (2004) montrent que la séparation entre la propriété et le contrôle n'engendre pas un effet négatif sur la performance que si l'actionnaire principal contrôle plus de 5% et moins de 25% des droits de vote. Ben-Amar et André (2006) trouvent que la séparation n'affecte pas les

rendements anormaux lors de l'annonce. Toutefois, ces deux dernières études ont été élaborées dans un contexte exclusivement canadien. Nous attendons, à cet effet, une réaction plus faible dans le cas où l'actionnaire de contrôle détient des droits de vote en excès de ses droits aux bénéfices.

#### **- La fonction dans l'entreprise**

Avoir une position interne au sein de son entreprise est perçu comme un signe d'enracinement de l'actionnaire de contrôle plutôt qu'un signe de convergence d'intérêts. Une fonction de management dans l'entreprise de la part des actionnaires de contrôle permet un accès plus facile aux décisions stratégiques, favorise la discrétion et renforce le pouvoir au sein du processus décisionnel. Fama et Jensen (1983), Sharma et Ho (2002) et Barth et al. (2005) affirment que les directeurs généraux détenant une part non négligeable du capital peuvent facilement s'enraciner et s'écarter de l'objectif de maximisation de la richesse pour l'ensemble des actionnaires. Aussi, un actionnaire dirigeant peut facilement échapper aux sanctions du marché de travail grâce à sa position de contrôle. Maury et Pajuste (2005) montrent que la présence d'un actionnaire de contrôle au poste de directeur général affecte négativement la valeur de la firme. Ben-Amar et André (2006) indiquent que la nomination d'un membre de la famille comme directeur général, suite à une succession, peut avoir un impact négatif si la personne désignée n'a pas suffisamment l'expérience et le talent nécessaire pour gérer l'entreprise. Nous supposons, par conséquent, que l'occupation d'une fonction dans l'entreprise par l'actionnaire de contrôle peut mal affecter la réaction du marché.

#### **- L'action de concert**

L'existence d'une action de concert au sein de l'entreprise acquéreuse est cruciale dans le cadre de notre analyse. Cet accord ne peut que conforter la décision d'acquisition prise par l'actionnaire de contrôle. Il est généralement établi entre les fondateurs de

l'entreprise<sup>1</sup> ou bien les membres de la même famille<sup>2</sup> ou bien entre un actionnaire de contrôle et une société holding détenue par lui et qui détient elle-même la majorité des droits dans l'entreprise<sup>3</sup>. L'action de concert permet une consultation préalable avant toute assemblée générale entre l'actionnaire de contrôle et les autres signataires de l'accord en vue d'adopter une position commune. Elle favorise, par conséquent, la prise de décisions plus risquées avec le minimum d'opposition. Contrairement aux autres pactes, l'action de concert permet la formation d'une coalition de contrôle qui mène à une concentration plus accrue du pouvoir entre les mains de l'actionnaire de référence dans la mesure où les autres signataires de l'action sont contraints pour la totalité. Cet accord peut, par conséquent, porter atteinte même aux intérêts des autres actionnaires signataires et faciliter, ainsi, l'expropriation des actionnaires minoritaires. Gianfrate (2007) montre, sur échantillon d'entreprises italiennes, que la signature d'un pacte entre les actionnaires se traduit par des rendements anormaux significativement négatifs tandis que la fin de cet accord se traduit par des rendements anormaux significativement positifs. Ainsi, nous attendons à une réaction amoindrie dans le cas des entreprises acquéreuses dans lesquelles l'actionnaire de contrôle a signé une action de concert.

#### - Les autres actionnaires importants

Hormis la présence de l'actionnaire de contrôle, une structure d'actionnariat concentrée est marquée parfois par la présence d'autres actionnaires importants. La capacité à contester le contrôle entre les différents actionnaires est considérée comme un facteur influant sur la performance dans la mesure où elle réduit l'étendue du contrôle de l'actionnaire ultime. Lehman et Weigand (2000), Maury et Pajuste (2005) et Laeven et

---

1 Exemple de l'entreprise Solucom détenue principalement par une action de concert entre ses deux fondateurs monsieur Michel DANCOISNE et monsieur Pascal IMBERT.

2 Exemple de l'entreprise Oxymetal détenue principalement par une action de concert entre monsieur Bernard SURGOT et madame Pascale LAURINE SURGOT

3 Exemple le de l'entreprise Alten détenue principalement par une action de concert entre Monsieur Simon AZOULAY et SGTI société holding détenu par lui

Levine (2008) montrent que la valeur de la firme est moindre lorsque le contrôle est peu contestable, particulièrement lorsque la différence entre la part détenue par le premier actionnaire et celle détenue par le deuxième est non négligeable. D'autre part, la contestation du contrôle peut jouer un rôle déterminant dans la réduction des bénéfices privés. Nous supposons ainsi que la présence d'autres actionnaires importants, n'ayant pas signé une action de concert, est créatrice de valeur.

#### **- Le conseil d'administration et le cumul des fonctions**

Le conseil d'administration est le principal mécanisme interne qui garantit la bonne gouvernance et qui influence directement les décisions stratégiques de l'entreprise. Toutefois, l'efficacité du conseil d'administration est conditionnée par plusieurs facteurs notamment l'origine, l'expérience, l'indépendance et le nombre de ses membres, ainsi que le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Dans la mesure où la revue de la littérature a mis en exergue l'importance de ces deux derniers critères, nous les incorporons dans le cadre de notre analyse afin de vérifier si le conseil d'administration est en mesure, lui aussi, d'affecter la performance des entreprises acquéreuses dominées par des actionnaires de contrôle.

#### **✓ Le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général**

Les études antérieures ont affirmé majoritairement l'influence négative du cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil (Rechner et Dalton (1991), Finkelstein et D'Aveni (1994), Desai et al. (2003)). Thaddée Nlemvo Ndonzau (2000) affirme que le cumul des fonctions peut engendrer deux conséquences préjudiciables à l'efficacité du conseil d'administration dans l'accomplissement de son rôle. D'une part, l'impartialité de la surveillance n'est pas garantie du fait de la confusion entre les compétences et les responsabilités opérationnelles. D'autre part, le cumul des fonctions rend difficile la détermination des responsabilités respectives de président du conseil d'administration et de directeur général. Cependant, d'autres études comme Baliga et al (1996) et Palmon et Wald (2002) ne trouvent pas un effet significatif sur la

performance et avancent plutôt l'hypothèse de la neutralité du cumul ou de la séparation des fonctions sur la valeur de l'entreprise.

#### ✓ **La taille du conseil d'administration**

La littérature suggère que la réduction du conseil d'administration est souhaitable. Certes, un conseil de taille importante multiplie les expertises présentes, néanmoins, il accroît les conflits potentiels, engendre l'existence de passagers clandestins et ralentit la prise de décisions (Ginglinger (2002)). Jensen (1993) considère qu'une grande taille du conseil d'administration se traduit par des coûts subis par l'organisation, principalement, les coûts de communication et de coordination ainsi que l'accentuation des conflits entre ses membres. Core et al (1999) montrent également que les conseils d'administration surchargés sont inefficaces. Yermack (1996) ; Eisenberg et al. (1998) ; Fuerst et Kang (2000) ; Kusnadi et Mak (2005) trouvent un impact négatif de la taille du conseil d'administration sur la valeur de l'entreprise. Ahn et al (2010) montrent que l'impact négatif de la taille du conseil sur les RAC devient significatif lorsque le nombre des administrateurs dépasse un certain seuil. Dans notre cas, nous supposons également que l'augmentation de la taille du conseil d'administration affecte négativement la réaction du marché.

#### - **La typologie de l'actionnaire de contrôle**

Claessens et al. (2002) constatent qu'au sein des entreprises familiales ou des entreprises contrôlées par l'Etat, les initiés sont davantage incités à s'approprier les richesses de l'entreprise que leurs homologues dans les entreprises contrôlées par les institutions financières ou les institutions ayant un capital dispersé.

L'enracinement de l'Etat-actionnaire se manifeste par la faiblesse du contrôle et les difficultés rencontrées pour s'opposer aux décisions prises par ses représentants. Alexandre et Charreaux (2004) soulignent qu'au sein des entreprises contrôlées par l'Etat, les dirigeants sont faiblement contrôlés et les sanctions sont presque inexistantes.



La pérennité de l'actionnariat familial facilite l'apparition de forts réseaux sociaux liant les membres de la famille avec l'environnement de l'entreprise. Grâce à ces réseaux, les familles ont tendance à s'enraciner davantage et à exproprier les richesses de l'entreprise. Barclay et Hoderness (1989) montrent que la propriété familiale est positivement reliée avec le niveau des bénéfices privés de contrôle. Lors des opérations de regroupements, les familles préfèrent, généralement, le paiement en espèces afin d'éviter la dilution de leur contrôle et profiter des bénéfices privés grâce à leur position dominante. Basu et al (2009) étudient le cas des entreprises familiales acquéreuses et affirment que le mode de financement en actions constitue un signal indiquant que les familles n'ont pas l'intention d'exproprier les actionnaires minoritaires. Par ailleurs, Ben-Amar et André (2006) trouvent qu'au Canada, les entreprises acquéreuses familiales sont nettement plus performantes que les entreprises acquéreuses non familiales. Shim et Okamuro (2011) trouvent le contraire au Japon. A cet égard, même si le type de l'actionnariat familial favorise l'enracinement de l'actionnaire, son impact sur la réaction du marché ne peut pas être facilement préétabli.

Le tableau 2.1 récapitule l'impact attendu des facteurs décrits auparavant sur la performance à court terme.

**Tableau 2.1 : Anticipations de l'impact des facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sur la performance à court terme.**

Facteur	Effet attendu sur la performance
- L'accroissement des droits de vote	(-)
- La séparation entre la propriété et le contrôle	(-)
- La fonction dans l'entreprise	(-)
- L'action de concert	(-)
- Les autres actionnaires importants	+
- Le conseil d'administration :	
✓ le cumul des fonctions	(-)
✓ La taille du conseil	(-)
- Actionnariat familial	+ (-)
- Actionnariat Etatique	(-)
-Actionnariat des institutions financières ou autres	+

## 2. La présentation de l'échantillon et des variables

### 2.1. L'échantillon

Notre échantillon est composé de 531 opérations de fusions-acquisitions observées entre 2001 et 2009 et initiées par des entreprises françaises cotées. Ces entreprises sont contrôlées par des actionnaires détenant plus de 25% des droits de votes. Nous avons collecté deux types de données : Les données relatives à l'actionnariat et les données relatives aux opérations de fusions-acquisitions.

### **2.1.1. Les données relatives à l'actionnariat**

Les données qui se rapportent aux variables de l'actionnariat et de la gouvernance de l'entreprise ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels des entreprises publiés en ligne sur le site de l'autorité des marchés financiers (AMF). Dans le cas où, l'actionnaire de contrôle est lui-même l'actionnaire principal, sa participation dans le capital et aux droits de vote est indiquée par le pourcentage le plus élevé tel que affiché dans le tableau de la répartition du capital et des droits de vote. Dans le cas où il contrôle indirectement l'entreprise acquéreuse, sa participation peut être fournie grâce aux informations complémentaires dans le rapport annuel qui concernent le contrôle de l'entreprise. A défaut de ces informations, des recherches additionnelles ont été faites en ayant recours aux bases de données Osiris et Dafsaliens ou bien aux sites web des entreprises. Malgré ces recherches complémentaires, nous avons été contraints d'éliminer 81 entreprises pour manque d'informations suffisantes. En effet, il existe parfois un réseau complexe de participations croisées à travers le groupe qui rend l'identification des participations des initiés difficile à déterminer. Dans ce cadre, Bae et al. (2002) relèvent que la collecte d'informations relative aux participations des initiés à l'intérieur du groupe est une tâche relativement difficile ; ce que nous avons pu expérimenter.

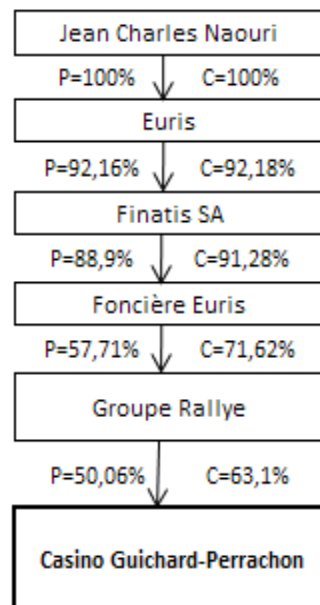
Afin d'estimer la participation de l'actionnaire de contrôle, nous avons suivi la méthode de Claessens et al. (2000) reprise par Faccio et Lang (2002). Suivant cette méthode, la participation de l'actionnaire de contrôle aux droits de vote est indiquée par le pourcentage le moins élevé des droits de vote dans la chaîne de contrôle qui le relie avec l'entreprise acquéreuse. Par ailleurs, l'estimation des droits aux bénéficiaires nécessite la multiplication des participations intermédiaires. Ces auteurs stipulent qu'il existe un seuil minimum de droits de vote au-delà duquel l'actionnaire est considéré comme un actionnaire de contrôle. Selon La Porta et al. (1999), Faccio et Lang (2002) et Laeven et Levine (2008), un actionnaire est qualifié de contrôlant lorsque sa participation est

supérieure à 10 %. Néanmoins, ce seuil nous paraît insuffisant pour avoir un véritable contrôle de la firme en France et pour influencer l'assemblée générale afin d'approuver une décision de fusion ou d'acquisition. Il nous semble donc nécessaire de mener notre analyse au seuil de 25 % qui s'avère plus réaliste dans un contexte français dont l'actionnariat est très concentré. D'après Cronqvist et Nilson (2003) et Andres (2008), détenir 25% des droits de votes est souvent suffisant pour contrôler une entreprise et influencer notablement ses décisions stratégiques. Dans le cas où il existe plusieurs actionnaires détenant plus de 25 %, celui qui possède la part la plus importante est considérée comme l'actionnaire de contrôle. Suivant la méthode susmentionnée, la participation de l'actionnaire de contrôle est indiquée par le pourcentage le moins élevé des droits de vote dans la chaîne de contrôle qui le relie avec l'entreprise en question, l'entreprise acquéreuse dans notre cas. Par ailleurs, l'estimation des droits aux bénéficiaires nécessite la multiplication des participations intermédiaires. A titre d'exemple, le graphique 2.1 montre que l'entreprise 'Casino Guichard-Perrachon' est contrôlée par Monsieur Jean Charles Naouri qui détient 23.67% du capital ( $100\% \times 92.16\% \times 88.9\% \times 57.71\% \times 50.06\%$ ) et 63.1% des droits de vote (la participation la plus faible en droits de vote dans la chaîne de contrôle).

Enfin, nous avons pris en considération les pactes d'actionnaires qui sont qualifiés par l'autorité des marchés financiers d'actions de concert. Les parts d'actionnariat de différents signataires de l'action de concert sont rajoutées, le cas échéant, à la participation du premier actionnaire de contrôle.

## Graphique 2.1 : Chaîne d'actionariat et de contrôle de Casino Guichard-Perrachon

Ce graphique montre que l'entreprise 'Casino Guichard-Perrachon' est contrôlée par monsieur Jean Charles Naouri qui détient 23.67% du capital ( $100\% \times 92.16\% \times 88.9\% \times 57.71\% \times 50.06\%$ ) et 63.1% des droits de vote (la participation la plus faible en droits de vote dans la chaîne de contrôle). « P » désigne la propriété des droits aux bénéfices et « C » désigne le contrôle des droits de vote.



Source : rapport annuel 2007 du groupe Casino.

### 2.1.2. Les données relatives aux opérations de fusions-acquisitions

Les données relatives aux opérations de fusions-acquisitions ont été collectées à partir de la base de données Thomson One Banker deals. Nous avons exclu les opérations dont le statut est en cours ou faisant l'objet d'une rumeur, ou bien, les opérations qui ne correspondent pas à un regroupement de deux entreprises comme les recapitalisations, les rachats de titres, les scissions et les offres faites par la société visée elle-même. L'acquisition porte sur plus de 25% du capital de la cible afin de se concentrer davantage sur les acquisitions qui visent le contrôle de la cible. Enfin, les données comptables et financières sont issues de la même base de données. La base Datastream a été utilisée en complément.

## **2.2. Les variables retenues**

### **2.2.1. La performance à court terme**

La performance à court terme est notre variable dépendante approximée par la réaction du marché autour de la date d'annonce. A cet égard, nous avons suivi la méthodologie des études d'événement à court terme de Brown et Warner (1985) pour évaluer la variation de la richesse des actionnaires des entreprises acquéreuses. D'après Andrade et al. (2001), l'indicateur le plus fiable statistiquement pour savoir si les fusions-acquisitions créent ou détruisent la valeur, provient de la détermination des RAC par le biais des études d'événement. Albouy et Bonnet (2008) ajoutent que pour mesurer la performance des entreprises ayant initié une opération de fusion ou d'acquisition, les études fondées sur la réaction du marché sont classées au premier rang.

Dans le cadre de cette recherche, l'étude d'événement à court terme présente un double avantage. D'une part, elle mesure la performance autour de la date d'annonce et d'autre part, elle mesure l'effet immédiat de l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition sur le cours boursier permettant ainsi de connaître l'appréciation du marché pour l'opération en question. Toutefois, l'utilisation de cette méthodologie suggère quelques restrictions pour empêcher tout problème de contamination. Williams et Siegel (1997) insistent sur l'absence d'autres opérations pouvant parasiter l'événement étudié durant la période d'annonce. C'est l'unicité de l'événement qui garantit la bonne interprétation des résultats. Dans cet ordre d'idées, nous avons vérifié, à partir des communiqués des sociétés publiés sur le site de l'AMF, la présence d'autres événements susceptibles d'influencer le cours durant la période [-5 jours, +5 jours]. Au total, nous avons écarté de notre échantillon initial 34 opérations parasitées. La majorité de ces opérations ont été annoncées parallèlement avec la divulgation des résultats de l'entreprise. Par la même occasion, cette vérification nous a permis d'examiner la fiabilité quant aux dates d'annonces. Au total, nous avons rectifié 27 dates d'annonces.

Le modèle du marché est utilisé pour estimer les rendements attendus. Ce modèle initialement proposé par Fama et al. (1969) a été fréquemment utilisé dans la pratique et notamment dans des études récentes (Campbell et al. (2010) ; Ahn et al. (2010), Basu et al. (2009) ; Hagendorff et al. (2008)). Suivant ce modèle, la rentabilité attendue est une fonction linéaire de la rentabilité de marché :

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \quad (1)$$

$R_{Mt}$ : la rentabilité observée du marché. L'indice SBF 250<sup>1</sup> est utilisé pour calculer les rentabilités journalières du marché.

$\alpha_i$  et  $\beta_i$ : des paramètres estimés par la technique des moindres carrés ordinaires pour chaque titre et pour chaque événement sur une période d'estimation de 200 jours allant de -240 jours à -40 jours avant l'événement. Le choix de la période d'estimation est conforme à celui des études similaires (Bae et al (2002) ; Masulis et al. (2007) ; Ben-Amar et André (2006) ; Croci et Petmezas (2010)).

Les rentabilités anormales sont déterminées comme suit :  $RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$  (2)

Avec  $R_{it}$  : la rentabilité observée :  $R_{it} = 100 * \log(\text{cours}_t / \text{cours}_{t-1})$

Enfin, pour chaque événement, les RAC sont calculées comme suit :  $RAC = \sum_{t=-c}^c RA_{it}$  (3)

Avec  $[-c ; c]$  : la fenêtre d'événement. Nous raliions avec d'autres études similaires et nous utilisons, principalement, une fenêtre de 5 jours  $[-2 \text{ jours}, +2 \text{ jours}]$ .

---

<sup>1</sup> L'indice SBF 250 est composé par les plus larges 250 entreprises en termes de capitalisation boursière à la bourse de Paris. Il représente approximativement 92% de la capitalisation boursière sur le marché français.

## Tests de significativité

Afin de vérifier la significativité des RAC, nous testons l'hypothèse nulle  $H_0 : E(RAC)=0$  contre l'hypothèse alternative  $H_1 : E(RAC) \neq 0$ . Nous utilisons, tout d'abord, le test paramétrique décrit par Brown et Warner (1985) et fondé sur la statistique suivante:

$$T1 = \frac{RAMC}{\sigma RAMC} \quad (4)$$

$$\sigma RAMC = \sqrt{2c + 1} \sqrt{\sum_{t=-240}^{-40} (RAMt - \overline{RAM})^2 / (200 - 1)}$$

$$RAMt : \text{rentabilité anormale moyenne à la date } t ; \quad RAMt = \sum_{i=-1}^N RA_i ;$$

N : nombre d'événements

$$RAMC : \text{rentabilité anormale moyenne cumulée; } \quad RAMC = \sum_{t=-c}^c RAMt$$

$$\overline{RAM} = \sum_{t=-240}^{-40} RAMt / 200$$

Ensuite, nous utilisons un test non paramétrique appelé test de rang ‘rank test’ et proposé par Corrado (1989). Ce test tient compte de la normalité de la distribution des rentabilités anormales et permet de contrôler l'effet de la présence des valeurs aberrantes et l'effet d'une variance additionnelle des rentabilités anormales. Boehmer (1991) note que ce test est plus performant que celui de Brown et Warner (1985) dans le cas d'une variance élevée des rentabilités anormales.

La méthode Corrado (1989) prolongé par Cowan (1992) consiste à transformer la série temporelle (début de la période d'estimation jusqu'à la fin de la période d'événement) des rentabilités anormales de chaque événement en une série de rangs respectifs (les rentabilités anormales sont rangées respectivement à leurs valeurs numériques).



Soit  $K_{it}$  le rang de la rentabilité anormale dans la série temporelle de l'événement  $i$  :

$$K_{it} = \text{rang}(RA_{it}) ; t = -240, \dots, 10.$$

Dans notre cas, on aura  $1 < K_{it} < 251$  ; 1 indique la rentabilité anormale la plus faible et 251 indique la rentabilité anormale la plus élevée. Le rang moyen correspond à 126 ( $251/2 + 1/2$ ).

Enfin, le test de rang se base sur la statistique suivante :

$$T2 = \sqrt{d} \frac{\overline{K_D} - 126}{\sqrt{\sum_{t=1}^{251} (\overline{K_t} - 126)^2 / 251}} \quad (5)$$

$d$  est le nombre de jours de l'étude d'événement ;

$\overline{K_D}$  est le rang moyen dans les  $N$  événements et les  $d$  jours ;

$\overline{K_t}$  est le rang moyen dans les  $N$  événements à la date  $t$ .

## 2.2.2. Les variables déterminant l'enracinement de l'actionnaire

Afin d'examiner l'effet de l'enracinement des actionnaires de contrôle sur la performance à court terme, nous avons approximé les facteurs portant sur l'enracinement de l'actionnaire de contrôle décrits auparavant par un ensemble de variables. Il s'agit des variables suivantes :

- La participation de l'actionnaire de contrôle aux droits de vote (votes) est mesurée par le pourcentage le moins élevé des droits de vote dans la chaîne de contrôle qui relie l'actionnaire de contrôle avec l'entreprise acquéreuse. Nous élevons au carré cette variable (votes2) afin d'examiner la non-linéarité de la relation entre les droits de vote et la performance à court terme.

- La séparation entre la propriété et le contrôle. Suivant les études de Faccio et Lang (2002), Bigelli et Mengoli (2004) et Ben-Amar et André (2006), nous estimons la séparation entre la propriété et le contrôle à partir de deux mesures :

- Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle et 0 autrement (sepa).

- La différence entre les droits de vote et les droits aux bénéfices pour mesurer l'excès du contrôle (excès).

D'autre part, nous intégrons deux principaux mécanismes qui permettent de séparer la propriété du contrôle : les actions à droits de vote double (vdouble) et le contrôle indirect de l'entreprise (indirect).

- La fonction dans l'entreprise (fonction). Il s'agit d'une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle détient une fonction de directeur général et/ou de président du conseil d'administration et 0 autrement.

- L'action de concert (concert) est prise en compte par une variable binaire prenant la valeur 1 si l'actionnaire de contrôle agit en concert avec d'autres actionnaires et 0 autrement.

- Les autres actionnaires importants (autre). Toute personne physique ou morale détenant plus de 5% des droits de vote ou bien des droits aux bénéfices est considérée comme un actionnaire important. Toutefois, nous ne tenant pas compte des actionnaires détenant ensemble plus de 5% et appartenant à la même catégorie d'investisseurs ; comme par exemple : les salariés, les investisseurs institutionnels, les financiers, etc.

- La taille du conseil (nbre) est mesurée par le nombre d'administrateurs au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance.

- Le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration (cumul) est pris en compte par une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe un cumul de fonctions de directeur général et de président du conseil et 0 autrement.

### **2.2.3. Les variables de contrôle**

Les facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire peuvent ne pas suffire pour expliquer entièrement la réaction du marché. Nous retenons, à cet effet, des variables de contrôle identifiées par la recherche en finance comme ayant un impact sur la performance à la date d'annonce, ces variables portent sur les caractéristiques des entreprises impliquées dans les opérations de fusions-acquisitions et sur les caractéristiques de ces opérations.

#### **a) Les variables portant sur les caractéristiques des entreprises impliquées dans les opérations de fusions-acquisitions**

- La taille de l'entreprise acquéreuse (logMV). La variable taille est utilisée comme une variable de contrôle dans la majorité des travaux précédents qui s'intéressent à la performance de l'entreprise. Un consensus existe sur l'absence d'effets positifs de la taille sur la performance des acquisitions. Bae et al. (2002) montrent une relation négative entre la taille de l'entreprise acquéreuse et les RAC autour de la date d'annonce. Loughran et Vihh, (1997) et Yen et André (2007) affirment que les écarts importants dans la taille des entreprises conduisent à une faible performance lors des acquisitions. Moeller et al. (2004), en distinguant entre les entreprises acquéreuses suivant le mode de paiement et suivant la cotation des cibles, montrent que généralement les petites entreprises réalisent des performances nettement meilleures que les grandes entreprises à la date d'annonce. En outre, Demsetz et Lehn (1985) trouvent que l'actionnariat des dirigeants est généralement plus élevé dans les petites entreprises, et par la suite, les incitations des dirigeants sont plus alignées avec celles des actionnaires. Nous approximons la taille par le logarithme de la capitalisation boursière.

- L'endettement de l'entreprise acquéreuse (levier). Maloney et al. (1993) et Kang (1993) montrent que les rentabilités des entreprises acquéreuses s'accroissent avec les niveaux d'endettement. Toute chose égale par ailleurs, le financement d'une acquisition par dette est un bon signal qui témoigne l'engagement de l'entreprise à supporter un endettement élevé sans risque de défaillance. Ainsi, les dirigeants ou les actionnaires de contrôle sont moins enclins à s'engager dans des acquisitions susceptibles de détruire de la valeur. Bae et al. (2002) et Faccio et Stolín (2006) ne trouvent aucun impact de l'endettement sur les rentabilités des entreprises acquéreuses. Nous approximations le niveau d'endettement par le total des dettes sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce.

- Le ratio de distribution des dividendes (dividend payout ratio, DPR). Ce ratio mesure la proportion des bénéfices distribuée aux actionnaires sous forme de dividendes. Les dirigeants des entreprises ayant un faible DPR ont davantage de ressources à leur disposition et ils peuvent être davantage tentés de s'aventurer dans des projets d'acquisition peu rentables. Jensen (1986) estime que les dirigeants "bâtisseurs d'empires" sont davantage incités à acquérir des cibles plutôt qu'à augmenter le montant des dividendes. Maury et Pajuste (2005) montrent que le ratio de distribution des dividendes est négativement associé avec les droits de vote du principal actionnaire et il est plus faible dans le cas où cet actionnaire contrôle l'entreprise au sein d'un groupe de sociétés.

- Le ratio des flux de trésorerie excédentaires (free cash-flow) sur le total actif : (fcfa). Les flux de trésorerie excédentaires représentent l'excédent des liquidités disponibles après le financement de tous les projets rentables. Dans notre cas, nous approximations cet excédent par les flux opérationnels en soustrayant les dividendes et les dépenses d'investissement. En se référant à la théorie d'agence, les dirigeants profitent des flux de trésorerie excédentaires et ont tendance à investir dans des projets non rentables comme par exemple l'acquisition de sociétés au prix fort. En augmentant la taille de leur entreprise, ces acquisitions permettent d'augmenter leurs revenus et participent à leur notoriété sur le marché des dirigeants. Dans cette étude, nous supposons que les actionnaires de contrôle sont également tentés par l'excédent de trésorerie et sont en

mesure de gaspiller l'argent dans des projets servant leurs propres intérêts. Ainsi, nous estimons qu'à mesure que le niveau des flux excédentaires s'accroît, l'actionnaire de contrôle a tendance à investir dans des acquisitions peu judicieuses et par la suite les RAC tendent à décroître.

- La performance antérieure de l'entreprise acquéreuse (ROA). Bae et al. (2002) et Dong et al. (2006) montrent que les entreprises acquéreuses ayant une bonne performance avant l'offre tendent à réaliser de mauvais rendements à la date d'annonce. Nous approximons la performance antérieure par le ratio du résultat net sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce.

- La cotation de la cible (cotée). Selon Chang (1998) ; Ang et Kohers (2001) ; Fuller et al. (2002) et Faccio et al. (2006 b), l'acquisition des entreprises non cotées est plus avantageuse en termes de rendements anormaux. Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque la cible est une entreprise cotée et 0 autrement.

#### **b) Les caractéristiques de la transaction**

- la diversification (diversification). Lins et Searves (2002) et Bae et al. (2002) montrent que les acquisitions des cibles appartenant au même secteur d'activité sont associées à une meilleure performance. Plus récemment, Masulis et al. (2007) montrent des rentabilités anormales négatives lors des annonces des acquisitions diversifiables et notent que cet effet est particulièrement sévère pour les entreprises souffrant d'une faible protection légale. Néanmoins, Lewellen et al. (1989), trouvent que les acquisitions initiées dans un objectif de diversification génèrent des RAC élevées dans les entreprises où les dirigeants détiennent une forte participation dans le capital. La diversification est captée par une variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'initiatrice et la cible n'ont pas les mêmes deux premiers chiffres du code SIC primaire (code de la classification industrielle) et 0 autrement.

- La localisation de la transaction (étranger). L'acquisition des cibles étrangères génère plus de gains de richesse que l'acquisition des cibles domestiques dans la mesure où les acquisitions à l'étranger sont motivées par des opportunités de production intéressantes notamment via les baisses des coûts. Aussi, lorsque les cibles étrangères appartiennent à des pays émergents ou bien à des pays dont la protection des actionnaires est relativement faible, les RAC des entreprises acquéreuses sont plus élevées (Rossi et volpin (2004) ; Hagendorff et al (2008)). Lorsque l'entreprise cible n'est pas une entreprise française, une variable binaire prend la valeur 1 et 0 autrement.

- La part acquise dans la cible (acquis). A mesure que la part acquise dans la cible augmente, l'entreprise acquéreuse aura plus de pouvoir pour contrôler la cible. Bradley et al. (1988) et Akhigbe et al. (2004) ne trouvent pas d'effets significatifs de la part acquise sur les RAC.

- La période de haute tension (Vague). Dans la mesure où l'activité de fusions-acquisitions est une activité cyclique, il serait important de contrôler la sixième vague des fusions-acquisitions déroulée entre 2004 et 2007. Lorsque l'annonce de l'opération est intervenue pendant cette période, une variable binaire prend la valeur 1 et 0 autrement.

- Les opérations successives (successives). Le nombre d'acquisitions successives ayant lieu dans les 24 mois avant la date de l'annonce. Aktas et al. (2011) montrent que les rentabilités anormales diminuent au fil des opérations successives.

La description et la source de chacune de ces variables sont montrées dans le tableau 2.2.

**Tableau 2.2: Définition et sources des variables**

Variable	Définition	Source
RAC	Les rentabilités anormales cumulées. Elles sont calculées sur une période d'événement de 5 jours : [-2 jours, jour de l'événement, +2 jours]	Bases de données : Thomson Financial's Deals (SDC) & Datastream
votes	Le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	*Rapports annuels des entreprises  *Bases de données : Osiris (Bureau Van Dijk) & Dafsaliens
votes2	Le carré du pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	
v25_40	Le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse s'il détient entre 25% et 40% et 40% autrement	
v40_67	Le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse si l'actionnaire de contrôle détient entre 40% et 66,66%; 0 si ce pourcentage est inférieur à 40% et 66,66% autrement	
v_67	Le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse si l'actionnaire de contrôle détient une fraction supérieure à 66,66% et 0 autrement	
sepa	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle et 0 autrement	
excès	La différence entre les droits de vote et les droits aux bénéfices détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	
autre	Le nombre des autres actionnaires détenant plus de 5% des droits de vote ou bien des droits aux bénéfices et n'agissant pas en concert avec l'actionnaire de contrôle	
concert	Une variable binaire prenant la valeur 1 si l'actionnaire de contrôle agit en concert avec d'autres actionnaires et 0 autrement	
fonction	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle détient une fonction de directeur général et/ou de président du conseil d'administration et 0 autrement	
cumul	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe un cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et 0 autrement	
nbre	Le nombre des administrateurs au sein du conseil d'administration ou du surveillance	

<b>Variable</b>	<b>Définition</b>	<b>Source</b>
Vdouble	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les statuts de l'entreprise acquéreuse autorisent l'attribution des droits de vote double et 0 autrement	
indirect	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle exerce son pouvoir sur l'entreprise acquéreuse à travers une ou plusieurs entreprises et 0 autrement	
famille	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle est un individu ou une famille et 0 autrement	
Etat	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle est l'Etat français et 0 autrement	
financier	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle est une institution financière et 0 autrement	
dispersé	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle est une institution à actionnariat dispersé autre que financière et 0 autrement	
logMV	La taille de l'entreprise acquéreuse calculée à partir du logarithme de sa capitalisation boursière quatre semaines avant la date d'annonce	
ROA	Le rapport du résultat net sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce	
levier	Le rapport du total des dettes sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce	
DPR	le ratio de distribution des dividendes est le rapport du montant des dividendes sur le résultat net du dernier exercice comptable avant l'annonce	
fcfa	Le rapport du montant des flux de trésorerie excédentaires (les flux de trésorerie opérationnels moins le montant des dividendes moins les dépenses d'investissement) sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce	
cotée	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque la cible est une entreprise cotée et 0 autrement	
acquis	Le pourcentage du capital acquis dans la cible. Ce pourcentage est de 25 % minimum	
étranger	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque la cible n'est pas une entreprise française et 0 autrement	
diversification	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'initiatrice et la cible n'ont pas les mêmes deux premiers chiffres du code SIC primaire (code de la classification industrielle) et 0 autrement	
successives	Le nombre d'acquisitions successives ayant lieu dans les 24 mois avant la date de l'annonce	
Vague	Une variable binaire prenant la valeur 1 si l'annonce de l'opération est réalisée entre 2004 et 2007 et 0 autrement	



### **2. 3. Analyse descriptive de l'échantillon**

Le tableau 2.3 montre les principales analyses descriptives de notre échantillon. Le panier A classe les opérations de fusions-acquisitions par année selon leurs secteurs d'activités. Parmi les onze secteurs, les hautes technologies se positionnent en premier rang avec 102 opérations représentant, ainsi, presque le un cinquième de l'échantillon. L'année 2007 comprend le nombre le plus élevé d'opérations confirmant ainsi qu'il s'agit d'une année de records pour les fusions-acquisitions.

Le panier B classe les opérations selon le type d'actionnaire de contrôle. Ce panier montre la prédominance des opérations initiées par les entreprises familiales. Parmi nos 531 opérations de fusions-acquisitions, 400 sont initiées par des entreprises familiales soit 75,33 % de l'échantillon total des opérations. Cette proportion dépasse la proportion des entreprises familiales dans l'échantillon total des entreprises soit 72,72 %<sup>1</sup>. Ceci n'est pas le cas pour les autres types d'entreprises. Ce résultat ne confirme pas les résultats de Shim et Okamuro (2011) qui montrent que les entreprises familiales sont moins concernées par les opérations de fusions-acquisitions que les entreprises non-familiales.

Le panier C expose les statistiques descriptives des autres variables. La séparation entre la propriété et le contrôle est très prononcée dans notre échantillon. 81,7% des opérations sont initiées par des entreprises ayant un écart entre les droits aux bénéfices et les droits de vote. Cet écart est plus présent au sein des entreprises familiales 86%, il est de 43% dans les entreprises contrôlées par l'Etat, de 57% dans celles contrôlées par les financiers et de 60% dans celles contrôlées par les entreprises à actionnariat dispersé. De même, Claessens et al. (2002) trouvent que la séparation est souvent présente dans les entreprises contrôlées par les familles. Les actions à droit de vote double sont présentes dans 70% des cas. Ce résultat est proche de celui trouvé par Boubaker et

---

<sup>1</sup> Ce pourcentage est proche de celui de Boubaker et Labégorre (2006) (74.56%) pour un échantillon de 680 entreprises françaises.

Labégorre (2008) qui trouvent, sur échantillon de 560 entreprises françaises, que 75% des entreprises françaises confèrent des actions à droit de vote double. La moitié des opérations de fusions-acquisitions est initiée par des entreprises contrôlées indirectement par leurs actionnaires.

### - La corrélation entre les variables

Le tableau 2.4 montre les coefficients de corrélation entre toutes les variables utilisées dans les analyses ultérieures. Le niveau de significativité est précisé, le cas échéant, pour chaque coefficient. Nous constatons que parmi tous les facteurs étudiés auparavant dans la première section, la taille du conseil d'administration est la seule variable corrélée significativement avec la performance à court terme au seuil de 1%. Le type de l'actionnaire importe aussi, dans la mesure, où les variables relatives respectivement aux actionnaires financiers et à l'Etat sont corrélées avec la performance à court terme avec un seuil de 5%

**Tableau 2.3 : Statistiques Descriptives**

#### **Panier A :**

<b>Classification sectorielle</b>	<b>2001 (juin -décembre)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009 (janvier-avril)</b>	<b>Total</b>
Produits de consommation	5	8	10	6	12	19	14	15	2	<b>91</b>
Energie	1	2	3	0	0	0	2	8	1	<b>17</b>
Finance	1	2	0	5	9	8	3	5	2	<b>35</b>
Santé	1	0	2	1	6	1	6	6	1	<b>24</b>
Haute technologie	5	3	7	8	21	18	30	8	2	<b>102</b>
Industrie	2	5	4	2	16	14	20	9	1	<b>73</b>
Matériaux	0	5	2	1	4	3	4	7	1	<b>27</b>
Médias	4	12	4	8	10	5	12	6	1	<b>62</b>
Immobilier	1	1	2	10	7	10	15	4	3	<b>53</b>
commerce de détail	3	2	0	2	7	2	1	9	1	<b>27</b>
Télécommunication	4	0	0	2	3	1	6	3	1	<b>20</b>
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>95</b>	<b>81</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>16</b>	<b>531</b>

### Panier B :

Type de l'actionnaire de contrôle	Nombre d'entreprises	%	Nombre d'opérations	%
famille	96	72,72	400	75,33
Etat	7	5,3	30	5,65
financiers	14	10,6	47	8,85
Autres entreprises à actionnariat dispersé	15	11,4	54	10,17
Total	132	100	531	100

### Panier C :

Variable	Nombre	Moyenne	Médiane	Ecart type	p 5	p 95
votes	531	57,86	60,33	16,8	27,61	83,3
sepa	531	0,82				
excès	531	11,13	10,72	9,58	0	27,95
autre	531	1,08	1	1,26	0	4
concert	531	0,20				
fonction	531	0,67				
cumul	531	0,63				
nbre	531	8,16	8	4,14	3	17
vdouble	528	0,70				
indirect	531	0,50				
logMV	531	2,84	2,77	0,91	1,37	4,68
ROA	531	0,05	0,05	0,06	-0,02	0,13
levier	531	0,21	0,18	0,17	0,01	0,53
DPR	528	22,09	20,58	20,67	0	68,61
fcfa	531	0,01	0,02	0,09	-0,14	0,13
cotée	531	0,08				
acquis	530	87,88	100	21,84	37	100
étranger	531	0,44				
diversification	531	0,57				
successives	531	1,51	1	1,75	0	5
Vague	531	0,63				

**Note :** ce tableau montre la distribution de notre échantillon selon la classification sectorielle (panier A) et selon la typologie de l'actionnariat (panier B). Il montre également les statistiques descriptives des principales variables utilisées (panier C). Voir tableau 2.2 pour la définition des variables.

## La matrice de corrélation entre les variables

	RAC	votes	concert	sepa	excès	autre	fonction	cumul	nbre	double	indirect	cotée	logMV	ROA	levier	fcfa	acquis	DPR	étranger	diversification	successives	Vague	Famille	financier	Etat	dispersé
RAC	1																									
votes	0.04	1																								
concert	-0.02	0.08	1																							
sepa	0	0.27	0.11	1																						
excès	-0.02	0.14	-0.02	0.5	1																					
autre	0.07	-0.29	0.07	-0.2	-0.05	1																				
fonction	0	0.25	0.12	0.26	0.14	-0.09	1																			
cumul	-0.04	-0.04	-0.21	0.19	0.14	-0.08	0.05	1																		
nbre	-0.12	-0.1	-0.08	-0.15	-0.02	-0.09	-0.29	-0.13	1																	
double	0.03	0.27	-0.02	0.57	0.35	-0.26	0.38	0.1	0.24	1																
indirect	-0.07	-0.05	0.04	0.08	0.3	0.02	-0.05	0.06	0.02	-0.08	1															
cotée	-0.05	0.06	-0.03	-0.08	-0.06	0.01	0.01	0.04	0.02	0.02	-0.06	1														
logMV	-0.2	-0.11	-0.04	-0.14	-0.1	-0.17	-0.34	0.01	0.67	-0.27	0.03	0.02	1													
ROA	-0.02	0.13	0.06	0.12	0.02	-0.01	0.08	0.08	0.11	0.05	0.02	0	0.1	1												
levier	-0.04	-0.04	0	-0.16	0.08	0.03	-0.07	-0.15	0.26	-0.01	-0.01	0.07	0.18	0.25	1											
fcfa	-0.07	0.07	0.01	0.16	0.07	-0.05	0.09	0	-0.03	0.11	0.04	-0.02	0.1	0.29	0.23	1										
acquis	0.11	0.03	0.1	0.11	0.06	0.02	0.02	-0.02	0.16	0.02	0.09	0.23	-0.12	0.08	-0.1	0.15	1									
DPR	-0.06	0.04	-0.12	0	0.05	-0.05	-0.27	-0.02	0.24	-0.06	0.1	-0.02	0.35	0.13	0.13	0.07	0.04	1								
étranger	-0.05	-0.05	-0.14	0.1	0.13	-0.09	-0.13	0.1	0.21	0.09	0.09	-0.05	0.31	-0.01	0.03	0.05	-0.07	0.03	1							
diversification	0	-0.02	-0.04	-0.04	-0.05	-0.02	-0.08	-0.02	0.09	0	0.11	0.09	0.04	-0.04	0.13	-0.1	-0.1	0.05	-0.11	1						
successives	-0.09	0.03	-0.07	0.16	0.08	-0.16	0.07	0.03	0.09	0.1	-0.07	-0.11	0.22	0.08	-0.03	0.16	0.07	0.14	0.17	-0.03	1					
Vague	0.08	-0.07	0.06	0.02	-0.05	0.08	-0.03	-0.03	-0.2	-0.01	-0.04	0.01	-0.05	0.11	0.07	0.07	0.12	-0.03	-0.06	-0.07	-0.02	1				
Famille	-0.02	0.08	0.1	0.32	0.15	-0.15	0.76	0.09	0.34	0.38	0.08	-0.01	-0.3	0.11	0.24	0.12	0.07	0.23	-0.11	-0.13	0.08	0.05	1			
financier	0.09	-0.02	-0.1	-0.11	0.06	0.22	-0.45	-0.21	0.04	-0.22	0.09	0.02	0.05	-0.05	0.19	-0.01	0.02	0.28	0.05	0.07	0.06	0.09	0.09	-0.54	1	
Etat	-0.09	-0.04	-0.06	-0.24	-0.22	-0.08	-0.35	0.14	0.33	-0.29	0.11	-0.02	0.32	0.07	0.11	0.13	0.09	0.05	0.08	0.07	-0.03	-0.18	-0.43	0.08	0.08	1
dispersé	0.02	-0.06	0.01	-0.16	-0.1	0.07	-0.4	-0.04	0.2	-0.12	0.05	0.01	0.13	-0.05	0.08	-0.07	-0.04	0.03	0.04	0.08	-0.14	-0.01	-0.39	-0.1	-0.08	0.08

Note : ce tableau rapporte les valeurs des corrélations entre toutes les variables utilisées dans les analyses. Les coefficients peuvent être significatifs à respectivement 1 % (a), 5 % (b) et 10 % (c). Voir tableau 2.2 pour la définition des variables.

## 2.4. Problème d'endogénéité

L'endogénéité provient lorsqu'une variable explicative est corrélée avec les termes d'erreurs de l'équation du modèle économétrique. Plusieurs travaux ont mis l'accent sur le caractère endogène de la structure d'actionnariat lorsqu'elle agit comme une variable explicative de la valeur de la firme (Demsetz et Lehn (1985) ; Demsetz et Villalonga (2001)). Himmelberg et al. ((1999) admettent que la propriété managériale peut être fortement affectée par l'hétérogénéité inobservée de l'entreprise (due aux effets fixes de l'entreprise), et dans ce cas, la régression par les moindres carrés ordinaires peut produire des résultats biaisés. Généralement, la littérature américaine qui s'intéresse à la propriété managériale suggère que le problème de l'endogénéité est dû principalement aux effets de la compensation des dirigeants liée à l'actionnariat notamment par des stocks options. Aussi, ces derniers peuvent ajuster rapidement et facilement leurs participations chaque fois qu'ils constatent que le titre est surévalué ou sous-évalué. Toutefois, ce problème est atténué dans notre cas, dans la mesure où, nous nous intéressons à des actionnaires de contrôle plutôt qu'à des dirigeants proprement dit. En effet, la stabilité de l'actionnariat concentré, la participation indirecte et la présence d'actions nominatives à droit de vote double sont généralement des facteurs qui rendent les actionnaires de contrôle moins enclins à faire varier leurs participations suivant la valorisation de l'entreprise.

Néanmoins, Cronqvist et Nilsson (2003) soulignent l'endogénéité de l'actionnariat dans le cas des structures à droits de vote concentrées et offrent deux exemples de cette endogénéité. Le premier exemple porte sur la détérioration de la valeur de l'entreprise due à l'émission de nouvelles actions, dans ce cas, si l'actionnaire de contrôle ne participe à cette opération, sa participation dans l'entreprise peut être diluée et nous allons observer une corrélation positive entre la valeur de sa participation et la valeur boursière de l'entreprise. Le deuxième exemple porte sur les entreprises nouvellement introduites en bourse, ces entreprises ont généralement un ratio de Q de Tobin élevée due aux poids des actifs intangibles mais aussi un actionnaire-fondateur détenant une part

importante des titres. Toutefois, ces cas ne peuvent pas affecter nos résultats étant donné que nous nous intéressons à la performance sur une fenêtre d'événement à court terme dans laquelle nous avons écarté toute autre opération pouvant parasiter l'événement étudié durant la période d'annonce.

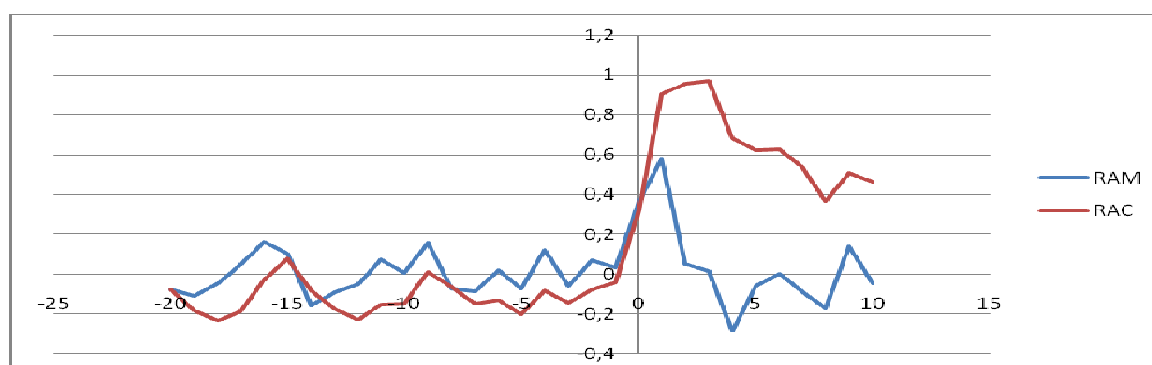
### **3. Les analyses**

L'objet de cette recherche est d'étudier l'effet de l'enracinement des actionnaires de contrôle sur la performance à court terme des acquisitions. Dans ce qui suit, nous présentons respectivement l'étude d'événement et les analyses univariées et multivariées appropriées.

#### **3.1. L'étude d'événement**

Le graphique 2.2 décrit l'évolution de la moyenne des RAC sur la fenêtre (-20, +10). Les rentabilités anormales s'accumulent positivement et significativement autour de la date d'annonce et commencent à évoluer à la baisse à partir du troisième jour. Ce résultat est confirmé à partir du tableau 2.5 qui montre que les RAC sont en moyenne significatifs et positives sur les fenêtres (-1, +1) et (-2, +2). Elles sont faiblement significatives sur la fenêtre (-5, +5) et non significatives sur la fenêtre (-10, +5).

**Graphique 2.2 : Rentabilités Anormales Moyennes (RAM) et Rentabilités Anormales moyennes Cumulées (RAC) sur une fenêtre d'événement (-20, +10 jours)**



**Tableau 2.5: Tests de significativité des RAC**

Fenêtre d'événement	RAC	t-student	Rank test
(-1,+1)	0,98	4,65***	3,29***
(-2,+2)	1,10	4,03***	2,22**
(-5,+5)	0,75	1,86*	-0,67
(-10, +5)	0,78	1,59	-1,11

Note : \*\*\*, \*\* et \* désignent respectivement des seuils de significativité de 1%, 5% et 10%

Les résultats autour de la date d'annonce viennent à l'encontre de la majorité des études qui s'intéressent à la performance des entreprises acquéreuses et qui montrent qu'en moyenne ces entreprises réalisent des RAC négatives ou faibles (Healy et al. (1992) ; Maquieira et al. (1998) ; Schwert (2000) ; Bradley et Sundaram (2004) ; Moeller et al. (2004) ; Campa et Hernando (2006)). Toutefois, nous ne pouvons pas affirmer que notre résultat est dû à la spécificité de notre étude qui s'intéresse à des entreprises dominées par des actionnaires de contrôle, dans la mesure où, d'autres études sont parvenues à montrer que les fusions-acquisitions créent de la valeur pour l'entreprise acquéreuse sur le court terme. Parmi ces études, nous pouvons citer Bradley et al. (1988), Eckbo et Thorburn (2000), Kohers et Kohers (2001) et Ben-Amar et André (2006). Sur le marché

français, nous pouvons citer Dumontier et Humbert (1996), Bessière (1999), Phélizon (2001), Dumontier et Pécherot-Petitt (2002), Hamza (2009).

Par ailleurs, une explication majeure de notre résultat s'impose. La plupart des entreprises cibles dans notre échantillon (plus de 91%) sont des entreprises non cotées. Fuller et al. (2002) montrent que l'acquisition des entreprises cibles non cotées est génératrice de rendements anormaux positifs indépendamment du mode de paiement. Draper et Paudyal (2006) affirment que l'acquisition des entreprises non cotées est une option attractive pour maximiser la richesse des actionnaires des entreprises acquéreuses. En effet, les cibles non cotées sont souvent sous-évaluées et le prix d'acquisition est généralement inférieur à la valeur fondamentale, d'où, l'appréciation positive du marché pour ces acquisitions. Néanmoins, ce constat ne constitue pas pour autant une preuve que les opérations de fusions-acquisitions ne constituent pas un outil pour les actionnaires de contrôle servant à extraire des bénéfices privés. L'objectif des analyses ultérieures est d'identifier les cas où les actionnaires de contrôle profitent des opérations de fusions-acquisitions pour satisfaire leurs propres intérêts.

### **3.2. Les analyses univariées**

Nous utilisons ici des tests de moyennes (paramétriques et non paramétriques) en subdivisant notre échantillon suivant trois étapes :

- La première étape examine l'impact de la concentration des droits de vote sur la performance à court terme. Dans cette étape, nous divisons les droits de votes détenus par les actionnaires de contrôle suivant trois intervalles : [25% à 40%]<sup>1</sup> ;

---

<sup>1</sup> En France, un actionnaire a un contrôle de fait (facto control) lorsqu'il dispose directement ou indirectement, d'une fraction de droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. Cette fraction lui permet de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration et de direction et de déterminer en fait les décisions lors des assemblées générales. (Article L233-3 du code de commerce).



[40% à 66,66%]<sup>1</sup> ; [66,66% à 100%]. Ces intervalles sont désignés respectivement par les variables suivantes : v25\_40 ; v40\_67 ; v\_67.

- La deuxième étape vérifie si le type de l'actionnaire de contrôle importe lors de la réaction du marché. Cette étape comprend différents types d'actionnaires de contrôle notamment les familles, l'Etat, les institutions financières<sup>2</sup> et les autres institutions à capital dispersé.
- La troisième étape comprend des variables qui, compte tenu de la présence de l'actionnaire de contrôle, sont susceptibles de créer plus de conflits d'agence et de provoquer, ainsi, des RAC relativement faibles lors de l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition. Ces variables sont représentés par des variables binaires portant sur la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, les actions de concert et le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général.

### **3.2.1. Les droits de vote et la performance à court terme**

Le tableau 2.6 montre qu'il n'existe pas de différence significative entre les moyennes de RAC des trois intervalles de droits de vote susmentionnés. Le degré de contrôle de l'actionnaire ultime ne semble pas affecter la performance à court terme. Ainsi, nous admettons que la détention des niveaux élevés de droits de vote n'est pas destructrice de valeur. Bien au contraire, nos résultats montrent que les performances moyennes relatives aux niveaux élevés de droits de vote (plus de deux tiers) sont les meilleures (1.40 %). En effet, à ces niveaux élevés, la forte participation aux droits de vote est associée à une forte

---

<sup>1</sup> Dans de nombreux cas, les statuts des entreprises définissent certaines décisions stratégiques qui ne peuvent être prises qu'avec le consentement des deux tiers des votants. C'est souvent le cas des Fusions-Acquisitions ou des augmentations du capital.

<sup>2</sup> Conformément à Claessens et al. (2002), nous considérons, dans cette partie, les investisseurs institutionnels comme des actionnaires financiers.

participation aux droits au capital (l'excès de séparation dans le troisième intervalle des droits de vote est de 10.3 %, ce qui est inférieur à la moyenne (11.13 %)). Ainsi, avec une fraction aussi importante dans le capital, les actionnaires de contrôle sont moins enclins à s'aventurer dans des acquisitions peu judicieuses. Toute chose égale par ailleurs, ces résultats indiquent que les actionnaires de contrôle des entreprises françaises ne profitent pas de l'étendue de leur pouvoir de droits de vote pour extraire la richesse de l'entreprise via des opérations de fusions-acquisitions.

**Tableau 2.6 : Intervalles de votes et performance à court terme**

<b>Intervalles de votes</b>	<b>Nombre</b>	<b>Moyenne RAC (t-stat)</b>
v25_40 (1)	84	<b>0.81 (0.86)</b>
v40_67 (2)	265	<b>1.02*** (2.58)</b>
V_67(3)	179	<b>1.40*** (2.67)</b>
<b>Test de différence</b>	<b>t-stat</b>	<b>z-test</b>
(2) - (1)	0.29	0.97
(3) - (1)	0.78	1.54
(3) - (2)	0.72	0.69

Note : ce tableau rapporte les résultats de l'analyse univariée. RAC représente la variable dépendante déterminée par le cumul des rentabilités anormales sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les tests de différence sont générés grâce un test paramétrique (statistique de Student) et un test non paramétrique (statistique de Kruskal et Wallis). \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des autres variables.

### **3.2.2. Les typologies de l'actionariat et la performance à court terme**

Le tableau 2.7 montre que les entreprises contrôlées par des actionnaires financiers réalisent les meilleures performances avec une moyenne de 2,5 %. Grâce à leur politique de surveillance étroite avec les dirigeants, leur analyse fine de l'information financière et leur suivi pertinent des perspectives d'investissement, les actionnaires financiers sont les

mieux capables d'orienter la stratégie de l'entreprise vers l'objectif de la maximisation de la valeur de l'entreprise. A cet égard, le marché est généralement favorable pour les choix stratégiques des entreprises contrôlées par des financiers. Le tableau 2.7 montre, également, que seules les entreprises contrôlées par l'Etat réalisent des performances négatives. En effet, la participation de l'Etat est souvent perçue comme un facteur négatif pour la richesse des actionnaires pour deux principaux motifs : l'existence d'objectifs gouvernementaux autres que le profit et la faiblesse de la relation d'agence (peu de contrôles et d'incitations).

**Tableau 2.7 : Types d'actionnaires de contrôle et performance à court terme**

Types d'actionnaires	Nombre	Moyenne RAC (t-stat)
famille (1)	400	1.04*** (3.21)
Etat (2)	30	-1,01* (-1.71)
financier(3)	47	2.63*** (2.52)
dispersé (4)	54	1.40* (1.91)
<b>Test de différence</b>	<b>t-stat</b>	<b>z-test</b>
(1) - (2)	2.05**	2.26**
(3) - (1)	1.80*	0.64
(4) - (1)	0.44	0.47
(3) - (2)	2.65***	2.34***
(4) - (2)	2.28**	2.09**
(3) - (4)	0.98	0.16

**Note :** ce tableau rapporte les résultats de l'analyse univariée. RAC représente la variable dépendante déterminée par le cumul des rentabilités anormales sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les tests de différence sont générés grâce un test paramétrique (statistique de Student) et un test non paramétrique (statistique de Kruskal et Wallis). \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des autres variables.

### 3.2.3. Les variables accentuant les conflits d'agence et la performance à court terme

D'après les résultats du tableau 2.8, les tests de différence ne révèlent pas de résultats significatifs. Nous avons présumé que la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, l'action de concert, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil sont des variables ayant tendance à créer davantage de conflits d'agence. Cependant, il apparaît que ces variables ne sont pas en mesure d'affecter significativement la performance à court terme.

**Tableau 2.8 : Facteurs accentuant l'enracinement et performance à court terme**

Variables		Nombre	Moyenne RAC (t-stat)	Test de différence	
				t-stat	z-test
concert	1	104	0.87* (1.37)	- 0.45	- 0.20
	0	427	1.15*** (3.33)		
sepa	1	434	1.11*** (3.35)	0.10	0.50
	0	97	1.04* (1.29)		
fonction	1	174	1.10*** (3.15)	0.03	0.31
	0	357	1.09* (1.83)		
cumul	1	334	0.97** (2.37)	- 1.01	- 1.31
	0	197	1.42*** (2.89)		

Note : ce tableau rapporte les résultats de l'analyse univariée. RAC représente la variable dépendante déterminée par le cumul des rentabilités anormales sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les tests de différence sont générés grâce un test paramétrique (statistique de Student) et un test non paramétrique (statistique de Kruskal et Wallis). \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des autres variables.

Par ailleurs, nous trouvons que les RAC des sous-échantillons relatifs aux variables 'fonction' et 'sepa' sont en moyenne plus élevées lorsque les variables binaires prennent la valeur 1. Le résultat de la variable 'fonction' peut être dû à l'appréciation du marché aux talents de certains dirigeants. Aussi, d'après la revue de la littérature, un dirigeant détenant une part non négligeable du capital est moins incité à prendre des décisions qui nuisent à la performance. La Porta et al. (2002) trouvent que la forte participation de l'entrepreneur au capital est associée à une performance meilleure et une expropriation amoindrie des bénéficiaires privés. Holmen et Knopf (2004) montrent un effet significativement positif de la participation des dirigeants aux droits de votes sur les RAC des entreprises acquéreuses suédoises.

Toutefois, le résultat surprenant demeure celui de la variable 'sepa' dans la mesure où la séparation entre la propriété et le contrôle est associée, dans la plupart des études antérieures, à une performance amoindrie. Nous avons examiné également l'effet de la séparation en distinguant entre les deux principaux mécanismes de séparation à savoir la participation indirecte et les droits de vote doubles. Le tableau 2.9 montre que les RAC supérieures dans le cas d'une séparation sont dues à la présence des actions à droits de vote doubles. En effet, les actions à droit de vote double à la française ont pour principal objectif la fidélisation des actionnaires, ces derniers sont moins enclin à vendre leurs titres afin de ne pas perdre leur droit de vote supplémentaire. Toute chose égale par ailleurs, ce mécanisme renforce la part du capital de l'actionnaire de contrôle qui, par conséquent, accordera plus d'attention à ces droits aux bénéficiaires. Ginglinger et Hamon (2007) affirment que les actions à droit de vote double peuvent avoir des conséquences positives pour les actionnaires minoritaires en France. Selon Burkart et Lee (2008), les droits de vote double en France protègent les entreprises contre l'influence des actionnaires qui s'investissent pour des courtes périodes et qui pressent les dirigeants pour suivre des stratégies de profits à court terme. Enfin, la participation indirecte semble être la seule variable qui nuit significativement à la performance, cependant, le seuil de significativité n'est pas assez élevé ( $t\text{-stat} = 1.72$ ).

**Tableau 2.9 : Mécanismes de la séparation et la performance à court terme**

		Nombre	Test de différence	
			t-stat	z-test
vdouble	1	372	0.73	1.09
	0	159		
Indirect	1	265	-1.72	-1.48
	0	266		

Note : ce tableau rapporte les résultats de l'analyse univariée. RAC représente la variable dépendante déterminée par le cumul des rentabilités anormales sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les tests de différence sont générés grâce un test paramétrique (statistique de Student) et un test non paramétrique (statistique de Kruskal et Wallis). \*\*\*, \*\* et \* désignent respectivement des seuils de significativité de 1%, 5% et 10% Voir tableau 2.2 pour la définition des autres variables.

### 3.3. Les analyses multivariées

Afin de confirmer, dans un contexte multivarié, les résultats des analyses univariées, nous utilisons des régressions en coupe transversale avec la technique des moindres carrés ordinaires. Par ailleurs, nous analysons l'impact des facteurs déterminant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sur la performance à court terme en nous basant sur des modèles ayant le format suivant :

$$RAC_i = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ji} \text{Facteur} + \sum_{k=1}^m \beta_{ki} \text{Contrôle} + \varepsilon_i \quad (6)$$

i : opération de fusion-acquisition.

j : représente l'un des n facteurs suivants : les droits de vote, le carré des droits de vote, la séparation entre la propriété et le contrôle, l'excès de la séparation, les droits de vote doubles, la participation indirecte, le nombre des autres actionnaires importants, la fonction de l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise, l'action de concert, le cumul des

fonctions de président du conseil d'administration et du directeur général, la taille du conseil, familles, Etat, actionnaires financiers, entreprises à capital dispersé.

Chaque modèle peut comporter un ou plusieurs facteurs.

$k$  : représente l'une des  $m$  variables de contrôle suivantes : La taille de l'entreprise, sa performance antérieure, son endettement, le ratio de distribution des dividendes, les flux de trésorerie excédentaires, la cotation de la cible, la part acquise dans la cible, la localisation de la transaction, le secteur d'activité, le nombre d'acquisitions successives et la sixième vague des fusions-acquisitions.

Etant donné que le nombre d'opérations de fusions-acquisitions est supérieur au nombre d'entreprises dans notre échantillon, cette technique peut être biaisée à cause de la dépendance des observations au sein de chaque entreprise ayant fait l'objet de plusieurs opérations. Pour remédier à ce phénomène de dépendance, nous avons estimé la variance des erreurs en utilisant la technique d'Huber/White/sandwich<sup>1</sup> qui, par définition, permet de contrôler l'éventuelle dépendance des observations dans chaque groupe. De plus, cette technique offre une estimation robuste de la variance des résidus permettant ainsi de corriger tout problème d'hétéroscédasticité.

### **3.3.1. Les droits de vote et la performance à court terme**

Le tableau 2.10 englobe tous les facteurs vus auparavant - exception faite à la typologie d'actionnariat- susceptibles d'accentuer ou de contrecarrer l'enracinement de l'actionnaire de contrôle. La répartition des facteurs selon quatre modèles s'explique essentiellement par la présence d'une corrélation entre certains de ces facteurs. Le premier modèle décrit principalement la relation linéaire entre les droits de vote et la performance à court terme. Ce modèle montre l'absence d'un effet significatif de

---

<sup>1</sup> Le terme 'sandwich' indique la forme mathématique de l'estimation

l'accroissement des droits de vote sur la performance à court terme. Dans le deuxième modèle et suivant plusieurs études qui s'intéressent à la relation entre la propriété et la performance, nous utilisons le carré des droits de vote pour capturer l'effet des niveaux élevés de contrôle ; néanmoins, le coefficient de la variable 'votes2' est loin d'être significatif. Le troisième modèle examine principalement la non-linéarité de la relation entre les droits de vote et la performance à court terme, toutefois, l'absence de significativité des coefficients 'votes' et 'votes2' ne permet pas de conclure quant à l'effet non linéaire des droits de vote. Les résultats de ces trois premiers modèles confirment la neutralité des droits de votes.

### **3.3.2. Les typologies de l'actionnariat et la performance à court terme**

Le modèle 3 du tableau 2.11 montre que les entreprises contrôlées par l'Etat sont significativement moins performantes que les autres types d'entreprises avec un seuil inférieur à 5%. Les trois autres modèles du même tableau montrent que les performances réalisées par les entreprises contrôlées par chacun des autres types d'actionnaires (familles, financiers et entreprises à actionnariat dispersé) ne diffèrent pas d'une manière significative des performances des autres cas. Néanmoins, parmi les quatre types d'actionnaires, le p-value du coefficient des actionnaires financiers est le moins élevé, confirmant ainsi le résultat des analyses univariées portant sur la supériorité des performances réalisées par les entreprises contrôlées par ces actionnaires.



**Tableau 2.10: Facteurs influençant l'enracinement et performance à court terme**

	1	2	3	4
Constante	1,78 (0,37)	-1,42 (0,30)	1,75 (0,63)	0,09 (0,95)
Votes	0,01 (0,47)		0,03 (0,79)	
votes2		0,00 (0,51)	0,00 (0,84)	
sepa				-0,04 (0,95)
excès	-0,03 (0,38)			
vdouble		0,47 (0,40)		
indirect			-0,73 (0,24)	
autre				0,20 (0,51)
fonction				-0,13 (0,81)
concert	-0,65 (0,39)			
cumul			-0,41 (0,51)	
nbre				-0,13* (0,08)
cotée	-0,70 (0,50)	-0,79 (0,39)	-0,64 (0,55)	-0,72 (0,46)
logMV	-1,13*** (0,00)		-1,06*** (0,00)	
levier	-0,48 (0,81)	-1,74 (0,26)	-0,89 (0,66)	-1,21 (0,47)
fcfa	-3,87 (0,37)	-5,10* (0,07)	-4,20 (0,34)	-4,53 (0,23)
DPR		-0,01 (0,58)		0,00 (0,84)
étranger		-0,03 (0,96)		0,21 (0,69)
acquis	0,02* (0,08)	0,03** (0,03)	0,02* (0,06)	0,02** (0,03)
diversification	0,22 (0,69)	0,30 (0,55)	0,19 (0,72)	0,36 (0,48)
successives		-0,29** (0,05)		-0,24 (0,10)
Vague	0,82 (0,23)	0,92* (0,07)	0,76 (0,27)	0,67 (0,27)
Observations	518	515	518	515
R <sup>2</sup>	0,06	0,04	0,06	0,05
R <sup>2</sup> ajusté	0,04	0,02	0,04	0,02
N cluster	129	128	129	128
F test	2,32	1,90	2,17	1,96

---

Note : Ce tableau rapporte les résultats de l'analyse de régression en coupe transversale. La variable dépendante est le cumul des rentabilités anormales calculées sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les probabilités d'erreur p sont entre parenthèses en dessous des coefficients. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des variables.

**Tableau 2.11 : Types d'actionnaires de contrôle et performance à court terme**

	1	2	3	4
Constante	-0,51 (0,76)	2,61* (0,10)	-0,59 (0,67)	2,46 (0,11)
famille	-0,34 (0,72)			
financier		1,83 (0,28)		
Etat			-2,12** (0,04)	
dispersé				0,85 (0,45)
cotée	-(0,70 (0,52)	-0,63 (0,48)	-0,78 (0,48)	-0,61 (0,56)
logMV		-1,18*** (0,00)		-1,20*** (0,00)
roa		-0,87 (0,87)		-0,74 (0,89)
levier	-1,91 (0,34)	-0,94 (0,56)	-1,58 (0,40)	-0,37 (0,85)
fcfa	-4,66 (0,29)		-5,34 (0,20)	
DPR	-0,01 (0,53)		-0,01 (0,63)	
étranger	-0,05 (0,93)		0,07 (0,90)	
acquis	0,03** (0,02)	0,02 (0,13)	0,03** (0,03)	0,02 (0,11)
diversification	0,27 (0,63)	0,25 (0,66)	0,35 (0,54)	0,26 (0,64)
successives	-0,26** (0,03)		-0,29** (0,03)	
Vague	(0,89 (0,19)	0,66 (0,33)	0,73 (0,30)	0,76 (0,26)
Observations	515	518	515	518
R <sup>2</sup>	0,04	0,06	0,04	0,06
R <sup>2</sup> ajusté	0,02	0,05	0,03	0,04
N cluster	128	129	128	129
F test	1,64	2,34	1,70	2,55

Note : Ce tableau rapporte les résultats de l'analyse de régression en coupe transversale. La variable dépendante est le cumul des rentabilités anormales calculées sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les probabilités d'erreur p sont entre parenthèses en dessous des coefficients. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des variables.

### **3.3.3. Les autres variables influençant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle et la performance à court terme**

Conformément aux analyses univariées, le tableau 2.10 montre que la séparation entre la propriété et le contrôle avec ses deux leviers (les actions à droit de vote double et la participation indirecte), la fonction dans l'entreprise, le cumul des fonctions et l'action de concert n'affectent pas en général la performance des acquisitions à court terme.

Nonobstant leur rôle incontournable dans la contestation des décisions stratégiques, les autres actionnaires importants n'agissent pas significativement sur les RAC d'après le quatrième modèle. D'autres études comme Zwiebel (1995) et Bolton et Ernst-Ludwig (1998) montrent que le poids de la participation des autres actionnaires de blocs peut ne pas suffire pour s'opposer aux décisions prises par les actionnaires de contrôle ou pour réduire les bénéfices privés de contrôle.

D'après le quatrième modèle, notre étude rejoint les études qui montrent l'inefficience d'une grande taille du conseil d'administration. Conformément aux études de Faleye et Huson (2002) et Ben-Amar et André (2006), notre résultat montre qu'à mesure que le nombre des administrateurs dans le conseil s'élargit, la performance à court terme s'affaiblit. Nous admettons qu'au sein d'un conseil caractérisé par un nombre réduit de membres, l'administrateur a plus de poids pour avoir une position ferme contre les décisions prises par l'actionnaire de contrôle, alors qu'un large conseil accroît les conflits et les désaccords potentiels entre les administrateurs.

Concernant les autres variables de contrôle et à la lumière des études précédentes, tous les modèles qui comprennent la variable correspondante à la taille<sup>1</sup> de l'entreprise montrent que cette variable détruit significativement la valeur. En effet, vu leur réputation sociale, les actionnaires de contrôle des grandes entreprises semblent être plus influencés par le

---

<sup>1</sup> Etant donné la forte corrélation de la variable 'logMV' avec les variables 'DPR', 'crossb' et 'successives', nous avons incorporé ces trois dernières variables dans les modèles qui ne comporte pas la variable 'logMV' en raison de sa corrélation avec les principaux variables explicatives.

facteur d'Hubris (Roll (1986)). Etant donné qu'ils ont plus de ressources et moins d'obstacles, ces actionnaires ont plus de marge de manœuvre pour s'aventurer dans des acquisitions moins judicieuses.

La variable correspondante aux opérations successives durant les 24 mois avant l'annonce nuit également à la performance des acquisitions à court terme. En effet, l'apprentissage acquis ex-ante par l'initiateur peut réduire sa perception pour le risque. Ce dernier devient plus agressif dans la contestation des prises de contrôle des cibles et offre des prix relativement élevés. Les RAC tendent, par conséquent, à se baisser d'une opération à l'autre. Hayward (2002) affirme, dans ce cadre, que les acquisitions qui sont temporellement très proches semblent entraver l'apprentissage organisationnel. Aktas et al. (2009) ajoutent que dans le cas des acquisitions successives, la fraction des synergies que l'entreprise acquéreuse concède aux actionnaires de la cible devrait augmenter au fil du temps, conduisant ainsi à la baisse des RAC.

Autre variable de contrôle affectant significativement la performance est la part acquise dans la cible. Étant donné que la réaction du marché est globalement favorable dans notre cadre d'analyse, il est plus probable que la réaction sera plus favorable si la part acquise est plus importante.

### **3.4. Analyses de cas particuliers d'enracinement**

Les résultats des tableaux 2.6, 2.8 et 2.10 ne permettent pas d'aboutir à des conclusions robustes quant à l'impact des principaux facteurs influençant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sur la performance à court terme et ce en raison de l'absence d'une significativité élevée dans les tests de différences ou dans les analyses multivariées. Dans les analyses ultérieures, nous examinons l'impact de ces facteurs en se focalisant sur des structures ou des cas qui sont, d'après la revue de la littérature, susceptibles de pousser davantage les preneurs de décisions d'une entreprise à accaparer des avantages

privés grâce à leur position de contrôle. Il s'agit du cas des opérations de diversification (Morck et al. (1990), Denis et al. (1997), Lins et Servaes (2002)), du cas des structures «CMS»<sup>1</sup>, (Holderness et al. (1999), Short et Keasey (1999), Cronqvist et Nilson (2003), Faccio et Stolin (2006), Bozec et Laurin (2008)) et enfin du cas des entreprises familiales (Barclay et Holderness (1989), Faccio et al. (2001), Claessens et al. (2002)). Le tableau 2.12 montre ces trois différents cas.

D'après le tableau 2.12, la séparation entre la propriété et le contrôle affecte négativement et significativement la performance à court terme dans le cas des opérations de la diversification (modèle 2), il s'avère que le marché n'apprécie pas généralement ces opérations au moment où l'actionnaire de contrôle détient une fraction de droits de vote supérieure à sa part dans le capital. Claessens et al. (1999) montrent qu'une large séparation entre la propriété et le contrôle est plus associée avec les opérations de diversification et affirment que généralement les actionnaires de contrôle utilisent ces opérations pour extraire des bénéfices privés de contrôle.

---

<sup>1</sup> CMS : Controlling Minority Shareholders, ce terme désigne les structures où l'actionnaire de contrôle domine l'entreprise mais détient une faible proportion dans le capital.

**Tableau 2.12: Cas particuliers d'enracinement et performance à court terme**

	Opérations diversifiables		Actionnariat faible		Entreprises familiales		
	1	2	3	4	5	6	7
Constante	0,41 (0,90)	-0,48 (0,80)	2,60 (0,58)	3,19 (0,31)	-2,07 (0,27)	-0,10 (0,96)	-0,04 (0,98)
votes	0,01 (0,74)		-0,01 (0,88)		0,03** (0,05)		
sepa		-2,46** (0,02)		-4,08* (0,06)		0,09 (0,92)	
indirect							-1,52** (0,04)
autre		0,30 (0,66)		1,667** (0,03)		-0,58 (0,17)	
fonction		0,36 (0,68)		0,28 (0,82)		0,80 (0,37)	
cumul	-2,61** (0,04)		-2,76 (0,25)		-0,29 (0,65)		
concert	-1,54 (0,17)		-1,40 (0,52)		-1,43* (0,09)		
cotée	-1,47 (0,37)	-1,79 (0,29)	-3,42** (0,05)	-1,37 (0,35)	-1,05 (0,43)	-0,71 (0,60)	-0,81 (0,56)
levier	-2,20 (0,45)	-0,87 (0,76)	-5,33 (0,41)	-7,20* (0,08)	-1,25 (0,52)	-1,97 (0,36)	-0,79 (0,72)
fcfa	-5,81 (0,18)		-1,80 (0,88)		-7,67 (0,13)		-7,62 (0,11)
roa		-6,25 (0,25)		10,02 (0,27)		-8,87 (0,11)	
DPR	-0,01 (0,75)	0,01 (0,57)	-0,03 (0,41)	-0,03 (0,44)	-0,02 (0,27)	-0,02 (0,41)	-0,01 (0,63)
étranger	-0,06 (0,94)	0,16 (0,85)	0,78 (0,62)	1,01 (0,50)	-0,22 (0,70)	-0,29 (0,64)	0,05 (0,94)
acquis	0,04** (0,02)	0,04** (0,02)	0,02 (0,45)	0,00 (0,86)	0,02 (0,15)	0,02 (0,15)	0,03* (0,09)
successives	-0,73** (0,01)	-0,51** (0,02)	-0,29 (0,46)	0,02 (0,95)	-0,22 (0,15)	-0,32** (0,04)	-0,26* (0,10)
Vague	0,90 (0,30)	1,06 (0,26)	1,97 (0,22)	1,83 (0,21)	1,36* (0,07)	1,32* (0,08)	1,02 (0,18)
diversification			0,07 (0,96)	-1,03 (0,39)	0,09 (0,88)	0,05 (0,93)	0,00 (1,00)
Observations	220	220	133	133	386	386	386
R <sup>2</sup>	0,14	0,12	0,12	0,28	0,07	0,06	0,07
R <sup>2</sup> ajusté	0,09	0,07	0,03	0,20	0,04	0,03	0,04
N cluster	85	85	33	33	93	93	93
F test	1,89	1,94	1,58	2,50	2,13	1,64	2,35

---

Note : Ce tableau rapporte les résultats de l'analyse de régression en coupe transversale. La variable dépendante est le cumul des rentabilités anormales calculées sur une période d'événement de 5 jours [-2, +2]. La période d'étude s'étale entre 2001 et 2009. Les modèles 1 et 2 comprennent 220 opérations de diversification. Les modèles 3 et 4 comprennent 133 opérations réalisées par des entreprises acquéreuses dont l'actionnaire de contrôle détient moins de 32,5% du capital (le quartile de l'échantillon total). Les modèles 5, 6 et 7 comprennent des opérations réalisées par des entreprises acquéreuses familiales. Les probabilités d'erreur p sont entre parenthèses en dessous des coefficients. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 2.2 pour la définition des variables.

L'association négative entre la séparation et les RAC demeure également significative au cas où l'actionnaire de contrôle détient une faible fraction d'actionnariat (moins de 32,5%<sup>1</sup> du capital en moyenne) (modèle 4). En effet, lorsque l'actionnaire qui contrôle l'entreprise détient une faible part dans le capital, il est moins soucieux quant à la performance de son entreprise et peut opter pour des projets peu rentables. Enfin, dans le cas des entreprises familiales, la séparation est loin d'affecter la performance à court terme (modèle 6). Ce résultat peut s'expliquer par la présence accrue des actions à droits de vote doubles dans les entreprises familiales. Ces entreprises qui émettent ce type d'actions sont en moyenne plus performantes que les autres entreprises familiales qui n'émettent pas, la différence de moyenne est presque significative (t-stat =1,58). Dans le modèle 7, nous avons analysé l'effet de la séparation en se focalisant seulement sur l'effet de la participation indirecte qui se manifeste principalement par le biais des structures pyramidales. Ce modèle montre un coefficient significativement négatif (p-value =0,04). Il s'avère que le marché ne semble pas apprécier les décisions d'acquisitions prises par les actionnaires familiaux contrôlant indirectement leurs entreprises. Au sein des groupes familiaux, les actionnaires de contrôle attachent une grande importance à la réputation de leurs noms ou aux noms de leurs groupes. Les bénéfices privés issues des opérations de rapprochement sont, en grande partie, non pécuniaires.

Le cumul des fonctions de l'actionnaire de contrôle au sein de l'entreprise montre également un impact négatif sur la performance dans le cas des opérations diversifiables

---

<sup>1</sup> 32,5% représente le premier quartile des droits aux bénéfices de notre échantillon.



(modèle 1). Si la fonction de l'actionnaire de contrôle en tant que dirigeant ou en tant que président du conseil d'administration est plus ou moins appréciée par le marché, ceci est loin d'être le cas si l'actionnaire de contrôle occupe simultanément ces deux fonctions. En effet, le cumul des fonctions permet à l'actionnaire de contrôle d'élargir son champ discrétionnaire et de limiter considérablement la surveillance impliquée par le conseil d'administration.

L'action de concert montre un effet négatif sur les RAC dans le cas de la propriété familiale (modèle 5). La concertation préalable et généralement passive de la part des autres actionnaires importants permet à l'actionnaire familial de bénéficier plus de voies et moins d'oppositions lors des assemblées générales. En revanche, la présence d'autres actionnaires importants n'ayant pas signé une action de concert semble avoir un impact positif sur les RAC lorsque l'actionnaire de contrôle détient une faible proportion d'actionnariat (modèle 4). Dans ce cas, il s'avère que leur contestation de contrôle est déterminante, dans la mesure où, il est fort probable que leurs parts dans les droits de vote ne sont pas assez éloignées à celle détenue par le premier actionnaire.

Enfin, le coefficient des droits de vote est positivement significatif dans le cas des entreprises familiales, des analyses similaires montrent que le coefficient du carré des droits de vote ou celui des droits aux bénéfices sont également positifs dans ce cas. La détention d'une part importante de droits de vote par un actionnaire familial semble être un bon signal sur des projets d'acquisitions prometteurs. La forte participation au capital et l'ancienneté dans l'entreprise permettent généralement de gagner la confiance du marché (Andres (2008)), par conséquent, les décisions d'investissement basées sur la maximisation des profits à long terme deviennent crédibles. Les droits de vote sont ainsi considérés dans ce cas comme un mécanisme d'alignement d'intérêts plutôt qu'un mécanisme d'enracinement.

## 4. Conclusion

Ce chapitre examine l'impact de l'enracinement de l'actionnaire de contrôle sur la performance à court terme des entreprises françaises ayant initié une opération de fusion ou d'acquisition. L'évolution positive des rendements anormaux autour de la date d'annonce indique que le marché ne prévoit pas en général une extraction des bénéfices privés par les actionnaires de contrôle via ces opérations. Toutefois, l'effet de l'enracinement d'un actionnaire de contrôle varie d'une entreprise acquéreuse à une autre. À cet égard, nous avons essayé d'identifier un ensemble de facteurs susceptibles de faire varier l'effet de cet enracinement et d'examiner, par la suite, l'impact de ces facteurs sur la performance à court terme. Au-delà, plusieurs résultats sont à retenir de cette recherche. Tout d'abord, les principaux facteurs comme les droits de vote, la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, le cumul des fonctions et la signature d'une action de concert ne semblent pas affecter la performance à court terme. Cependant, dans des cas particuliers, certains facteurs affectent significativement la performance. Par exemple, la séparation entre la propriété et le contrôle ou le cumul des fonctions agissent négativement sur la performance dans le cas des opérations diversifiables indiquant ainsi la présence potentielle de bénéfices privés dans ce cas. L'action de concert ou les structures pyramidales semblent être des facteurs nuisibles à la performance à court terme dans le cas de la propriété familiale. En revanche, l'accroissement des droits de votes détenus par l'actionnaire familial représente un bon signal sur des projets de fusions-acquisitions prometteurs. Les autres actionnaires importants détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote ont une influence positive sur la performance et par conséquent une contestation efficace du pouvoir de l'actionnaire de contrôle seulement dans le cas où ce dernier détient une faible proportion du capital. Enfin, il s'avère que le type d'actionnaire de contrôle influence la performance à court terme. La répartition de l'échantillon suivant la typologie de l'actionnariat montre la supériorité des performances réalisées par les entreprises contrôlées par les actionnaires financiers; tandis que seules les entreprises contrôlées par l'Etat réalisent des performances négatives.

## **Bibliographie**

Ahn S., Jiraporn P., Kim Y S. (2010), “Multiple Directorships and Acquirer Returns”, *Journal of Banking and Finance*, vol 34, Issue 9, p. 2011-2026

Akhigbe A., Madura J., Whyte A.M, (2004), “Partial Anticipation and the Gains to Bank Merger Targets”, *Journal of Financial Services Research*, vol 261, p.55-71.

Aktas N., De Bodt E., Roll R., (2009), “Learning, Hubris and Corporate Serial Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, vol 15, p. 543–561.

Aktas N., De Bodt E., Roll R., (2011), “Serial acquirer bidding: An empirical test of the learning hypothesis”, *Journal of Corporate Finance*, vol 17, p.18–32

Albouy M., Bonnet C. (2008), “OPA, OPE et LBO”, *Collection Finance, Edition Economica*, p. 348

Alexandre H., Charreaux G. (2004), “Efficiency of French Privatizations: a Dynamic Vision”, *Journal of Corporate Finance*, vol 10, p. 467-494

Andrade G., Mitchell M., Stratford E. (2001), “New Evidence and Perspectives in Merger”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 15, p. 103-120

Andres C., (2008), “Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-Family Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, vol 14, p. 431-445

Ang J., Kohers N. (2001), “The Takeover Market for Privately Held Companies: the US Experience”, *Cambridge Journal of Economics*, vol 25, p. 723-748.

Bae K., Kang J., Kim J. (2002), “Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance*, vol 57, p. 2695- 2740

Baliga R., Moyer C., Rao R. (1996), “CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, vol 17, p. 41-53

Barclay M., Holderness C. (1989), “Private Benefits of Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol 25, p. 89-110

Barth E., Gulbrandsen T., Schone P. (2005), "Family Ownership and Productivity: the Role of Owner-Management", *Journal of Corporate Finance*, vol 11, p. 107-127.

Basu N., Dimitrova L., Paeglis I. (2009), "Family Control and Dilution in Merger", *Journal of Banking and Finance*, vol 33, issue 5, p. 829-841

Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G. (2000), "Stock Pyramids, Cross Ownership and The Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights", *National Bureau of Economic Research*, p. 295-315

Belot F. (2010), "Excess Control Rights and Corporate Acquisitions", 8th International Paris Finance Meeting (AFFI)

Ben-Amar W., André P. (2006), "Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The case of family ownership in Canada", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 33, n°3&4 April, May, p. 517-543

Berger P.G., Ofek E., Yermack D. (1997), "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision", *Journal of Finance*, vol 52, p.1411-1438.

Bessière V., 1999, "Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies", *Finéco*, vol. 9, n° 1, p. 21-42.

Bigelli M., Mignoli S. (2004), "Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System", *Journal of Management and Governance*, vol 8, p. 373-405

Bloch E., Kremp E. (1999), "Ownership and Voting Power", FEEM Working Paper, N° 62-99

Boehmer E., Musumeci J., Poulsen A. (1991), "Event-Study Methodology Under Conditions of Event Induced Variance", *Journal of Financial Economics*, vol 30, p. 253-272.

Bolton P., Ernst-Ludwig V.T. (1998), "Blocks Liquidity and Corporate Control", *Journal of Finance*, vol 53, p. 1-25

Boubaker S., Labégorre F. (2006), "Environnement informationnel et structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises", *Finance Contrôle et Stratégie*, vol 9, n° 3, p.5-38

Boubaker S., Labégorre F. (2008), “Le recours aux leviers de contrôle : le cas des sociétés cotées françaises”, *Finance Contrôle et Stratégie*, vol 11 n°3, p.96-124

Bozec R., Laurin L. (2004), “Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés une étude canadienne” *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol 7, n°2, p.123-164

Bozec R., Laurin L. (2008), “Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 35, n°1&2, p. 25–49

Bradley M., Desai A., Kim E. (1988), “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, vol 21, p. 3-40

Bradley M., Sundaram A. (2004), “Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?” Working Paper, Social Science Research Network.

Brown S.J., Warner J.B. (1985), “Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, vol14, p. 3-31,

Burkart M., Lee S. (2008), “One Share-One Vote: the Theory”, *Review of Finance*, vol 12, p.1-49.

Buysschaert A., Deloof M., Jegers M. (2004), “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study”, *Journal of Corporate Finance*, vol 10, p. 81-103

Campbell C.J, Cowan A.R., Salotti. (2010), “Multi-Country Event-Study Methods”, *Journal of Banking and Finance*, vol 34, Issue 12, p. 3078-3090

Campa J.M., Hernando I. (2006), “M&As Performance in the European Financial Industry”, *Journal of Banking and Finance*, vol 30, n° 12, p. 3367-3392

Chang S. (1998), “Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns”, *Journal of Finance*, vol 53, p. 773-784

Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L, (1999), “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation”, *Working paper, World Bank*

Claessens S., Djankov S, Fan J., Lang L. (2000), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol 58, p. 81–112.

Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. (2002). “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of finance*, vol 57, N. 6 December p. 2741-2771

Corrado C. (1989), “A Nonparametric Test for Abnormal Security Price Performance in Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, vol 23, p. 385-395.

Core J., Holthausen R., Larcker D. (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, vol 51, p. 371-406

Cowan A.R. (1992), “Nonparametric Event Study Tests’, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol 2, December, p. 343-358

Croci E., Petmezas D. (2010), “Minority Shareholders’ Wealth Effects and Stock Market Development: Evidence from Increase in Ownership M&As”, *Journal of Banking and Finance*, vol 34, p. 681–694

Cronqvist H., Nilsson M. (2003), “Agency Costs of Minority Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 38, n°4, p.695-717

Demsetz, H., Lehn, K. (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, vol 93, pp. 1155—1177

Demsetz, H., Villalonga, B. (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, vol 7, pp. 209—333

Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. (1997), “Agency problems, equity ownership and corporate diversification”, *Journal of Finance*, vol 52, 135-160

Desai A., Kroll M., Wright P. (2003), “CEO Duality, Board Monitoring and Acquisition Performance: A Test of Competing Theories”, *Journal of Business Strategies*, vol 20, p. 137-156

Dong M., Hirshleifer, D., Richardson S., Teoh S.H. (2006), “Does investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance*, vol 61, p. 725-762

Draper P., Paudyal K. (2006), "Acquisitions: Private versus Public", *European Financial Management*, vol 12, n°1, p. 57–80

Dumontier, P., Humbert M. (1996), "Les acquisitions d'entreprises: étude des déterminants de l'enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreuses", *Communication, Journées internationales de finance de l'AFFI*

Dumontier P., Pecherot-Petit B. (2002), "Determinants of Returns of Acquiring Firms around Tender Offer Announcements: Evidence from French Control-Oriented and Parent-Subsidiary Offers", Working paper, Social Science Research Network.

Dyck A., Zingales L. (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, vol 59, n° 2, p. 537-600

Eisenberg T., Sundgren S., Wells, M. (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, vol 48, p. 35–54

Eckbo E., Thorburn K. (2000), "Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 35, p. 1-25

Faccio M., Lang L., Young L, (2001). "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, vol 91, p. 54-78

Faccio M., Lang L H.P. (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, n°65, p. 365-395

Faccio M., Stolin D. (2006), "Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, vol 79, p. 1413-1444

Faccio M., McConnel JJ., Stolin D. (2006 b), "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 41, n°1, p. 197-220

Faleye O., Huson M. (2002), "Understanding Acquisition Returns: The Role of Corporate Governance", University of Alberta Working Paper.

Fama E., Fisher L., Jensen M.C., R.W. Roll. (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, vol 10, p. 1-21

Fama E., Jensen M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Finance*, vol 26, p. 1-31

Finkelstein S., D'Aveni R. A. (1994), "CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command", *Academy of Management Journal*, vol 37, p. 179-1108

Fuerst, O., S. Kang. (2000), "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", working paper, Yale School of Management, New Haven, CT

Fuller K., Stegemoller M. (2002), "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us: Evidence From Firms that make many acquisitions?", *Journal of Finance*, vol 57, n°4, p. 1763-1793

Gianfrate G. (2007), "What Do Shareholders' Coalition Really Want? Evidence from Italian Voting Trusts", *Corporate Governance: An International Review*, vol 15, p. 122-132

Ginglinger E. (2002), "L'actionnaire comme contrôleur", *Revue Française de Gestion*, n°141, p. 37-55

Ginglinger E., Hamon, J. (2007), "Ownership, Control and Market Liquidity", *Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper*

Hagendorff J., Collins M., Keasey K. (2008), "Investor Protection and the Value Effects of Bank Merger Announcements in Europe and the US", *Journal of Banking and Finance*, vol 32, p. 1333-1348.

Hamza T. (2009), "La performance à court et à long terme de l'acquéreur : l'impact de la détention d'une position de contrôle", *Finance Contrôle Stratégie*, vol 12, n° 1, p. 33-65.

Hayward M. (2002), "When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990–1995", *Strategic Management Journal*, vol 23, p. 21–39.

Healy P., Palepu K., Ruback R. (1992), "Does Corporate Performance Improve after Mergers?", *Journal of Financial Economics*, vol 31, n° 2, p. 135-175.

Hermalin B.E., Weisbach M.S. (1991), "The Determinants of Board Composition", *The Rand Journal of Economics*, vol 19, n°4, p. 589-606

Himmelberg C, Hubbard G., Palia D. (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, vol 53, p. 353-84.



Holderness C. (2003), “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, *Economic Policy Review*, issue Apr, p. 51-64

Holderness C, Randall K., Dennis S, (1999), “Were the Good Old Days that Good? Changes in the Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”, *Journal of Finance*, vol 54, p.435-469.

Holmen M., Knopf D. (2004), “Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 39, p.167-191

Huber P. J. (1967), “The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions”. In *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*. Berkeley, CA: University of California Press, vol. 1, p. 221–233.

Jensen M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, vol 76, n° 2, p. 323-339.

Jensen M. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, vol 48, n°3, p. 831-880

Johnson S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A. (2000), “Tunnelling”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 90, p. 22-27

Kang J.K. (1993), “The International Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, vol 34, p. 345–371

Kohers N., Kohers T. 2001, “Takeovers of Technology Firms: Expectations vs. Reality”, *Financial Management*, vol. 30, n° 3, p. 35-54.

Kusnadi, Y., Mak, Y.T., (2005), “Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol 13, p. 301-318.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Schleifer A., Vishny R. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol 106, p. 1113-1150

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, vol 54, p.471–517

La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Schleifer A ., Vishny R. (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, vol 57, p.1147-1170

Laeven L., Levine R. (2008), “Complex Ownership Structures and Corporate Valuations”, *Review of Financial Studies*, vol 2, p.579-604

Lang L., Stulz, R., Walkling R. (1991), “A Test of the Free Cash Flow Hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, vol 29, p. 315–335.

Lewellen W.G., Loderer C., Rosenfeld A. (1989), “Mergers Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 24 (4), p. 459-472

Lehman E., Weigand J. (2000), “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany”, *European finance Review*, vol 4, p.157-195

Lins K., Servaes H. (2002), “Is Corporate Diversification Beneficial In Emerging Markets?”, *Financial Management*, vol 31, p. 5-31

Loughran T., Vijh A. M. (1997), “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?”, *Journal of Finance*, vol 52, n°5, p. 1765–1790

Maloney M.T., McCormick R.E., Mitchell M.L. (1993), “Managerial Decision Making and Capital Structure”, *Journal of Business*, vol 66, p. 189–217

Maquieira C, Megginson W., Nail L., (1998). “Wealth Creation versus Wealth Redistribution in Pure Stock-for-Stock Mergers”, *Journal of Financial Economics*, vol 48, n° 1, p. 3-33.

Masulis R., C.Wang., Xie F. (2007), “Corporate Governance and Acquirer returns”, *Journal of Finance*, vol 62, n°4, p. 1851-1889

Maury B., Pajuste A. (2005), “Multiple Large Shareholders and Firm Value”, *Journal of Banking and Finance*, vol 29, p. 1813–1834

Moeller S.B., Schlingemann P.F., Stulz R.M. (2004), “Firm Size and the Gains from Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, vol 73, n°2, p.201-228.

Moeller S. B., Schlingemann P. F., Stulz R. M. (2005), “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, vol 60, n° 2, p. 757-782.

Morck R, Shleifer A., Vishny R. (1990), “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, vol 45, No 1, p. 31-48

Nenova T. (2003), “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol 68, p. 325–351

Palmon O., Wald J. (2002), “Are Two Heads Better than One: The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size”, *Journal of Corporate Finance*, vol 8, p. 213-226

Phélizon C., (2001), “L’impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif d’acquisition”, *Revue d’économie financière*, n° 61, p. 139-151

Rechner P, D. Dalton. (1991), “CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis”, *Strategic Management Journal*, vol 12, p. 155-160

Roll R. (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, vol 59, p. 197-216

Rossi S., Volpin P.F. (2004), “Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol 74, p. 277-304

Schwert W. (2000), “Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?”, *Journal of Finance*, vol 57, n°6, p. 2599-2640

Sharma S. D., Ho J. (2002), “The Impact of Acquisition on Operating Performance: Some Australian Evidence”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 29, n° 1&2, p. 155-200.

Shim J., Okamuro H. (2011), “Does Ownership Matter in Mergers? A Comparative Study of the Causes and Consequences of Mergers by Family and Non-Family Firms”, *Journal of Banking and Finance*, vol 35, p. 193–203

Shleifer., Vishny, (1986) “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, vol 94, p. 461–488

Shleifer A., Vishny R. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol 52, p. 737-783

Short H., Keasey K, (1999), “Managerial Ownership and the Performance of Firm: The UK Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, vol 5, p. 79-101

Thaddée Nlemvo Ndonzuau F. (2000), “Le cumul des fonctions de président et de directeur général : quel effet sur la performance ? ”, *Revue Française de Gestion*, n° 128, p. 4-15

White H. (1980), “A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity”, *Econometrica*, vol 48, p. 817–830.

Williams A., Siegel D. (1997), “Event studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, *Academy of Management Journal*, vol 40, n°3, p. 626-657.

Yen T., André P. (2007), “Ownership Structure and Operating Performance of acquiring firms: The case of English-origin countries”, *Journal of Economics and Business* , vol 59, issue 5, p. 380-405

Yermack D., (1996), “Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, vol 40, p. 185–211.

Zwiebel J. (1995), “Block Investment and Partial Benefits of Control”, *Review of Economic Studies*, vol 62, p.161-185

# Chapitre III

## **Les actionnaires de contrôle et la prime payée lors des fusions-acquisitions en Europe**

## **Résumé**

Le troisième chapitre examine la prime d'acquisition payée par les entreprises acquéreuses européennes dominées par des actionnaires de contrôle. Nous supposons qu'un actionnaire de contrôle bien enraciné peut contraindre son entreprise à surpayer une cible qui répond à ses intérêts privés. Ainsi, une prime d'acquisition excédentaire peut être considérée comme un indicateur pour les bénéficiaires privés de contrôle. Empiriquement, nous montrons, dans ce chapitre, que la prime d'acquisition est positivement associée à certains indicateurs de l'enracinement de l'actionnaire de contrôle évoqués dans le deuxième chapitre, notamment, la part de l'actionnaire de contrôle dans les droits de vote, l'excès de cette part relativement à sa participation effective dans le capital et enfin au moment où l'actionnaire de contrôle détient indirectement l'entreprise acquéreuse.

## **Chapitre III : les actionnaires de contrôle et la prime payée lors des fusions-acquisitions en Europe**

*« La première fonction de la monnaie est de faciliter l'échange et l'activité. Elle doit être alors pacificatrice.... Le mot payer vient du verbe latin 'pacare', qui signifie faire la paix. Mais ceci n'est vrai que si la monnaie reste un moyen et non une fin. »*

Patrick Viveret<sup>1</sup>,

### **Introduction**

Payer trop cher une cible n'est pas le fruit du hasard. Si la surestimation de la valeur potentielle d'une cible peut être parfois la résultante d'erreurs de prévisions (Roll (1986)), la plupart du temps, le sur-paiement a ses propres raisons. La présence d'autres acquéreurs potentiels concurrents, la sous-évaluation de la cible, la contestation de l'offre de la part de l'équipe dirigeante de cible, les grandes potentialités de création de synergies financières, opérationnelles ou managériales, sont généralement des raisons qui poussent l'entreprise acquéreuse à offrir une prime excédentaire. Hormis ces raisons, la divergence d'intérêts au sein de l'entreprise acquéreuse peut également pousser les preneurs de décisions à surpayer une cible afin de satisfaire leurs intérêts privés. En effet, ces derniers cherchent généralement à élargir la taille de leur entreprise ou à diversifier ses activités par le biais des opérations de fusions-acquisitions, même si cela mène à une réduction de sa rentabilité. L'élargissement de la taille est souvent motivé par le désir de faire prospérer la notoriété et aussi par le désir de bénéficier de différentes compensations dues à l'augmentation du chiffre d'affaire. La diversification des activités est

---

<sup>1</sup> 'Pour un nouvel imaginaire politique', Librairie Fayard, 2006

généralement motivée par l'aversion au risque lié à l'exercice d'une seule activité. Pour justifier ces primes élevées, les preneurs de décisions exagèrent consciemment ou subconsciemment dans leurs expositions des gains potentiels ou dans leur aversion au risque (Black (1989)).

Les actionnaires de contrôle, en tant que preneurs de décisions, peuvent également profiter de leur position de contrôle et imposer le paiement d'une prime excédentaire afin d'acquiescer une cible répondant à leurs propres intérêts privés. Cette prime excédentaire peut ainsi jouer le rôle d'un indicateur pour les bénéficiaires privés que l'actionnaire de contrôle essaie d'extraire de l'opération de fusion-acquisition. Afin d'analyser le lien entre la prime d'acquisition et la volonté de l'actionnaire de contrôle de profiter des avantages privés de l'opération, nous avons choisi un échantillon européen d'entreprises acquiesceuses ayant un actionnariat concentré et nous avons examiné la relation entre la prime payée et les différents droits d'actionnariat entraînant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle.

La principale contribution de ce chapitre est de démontrer que la prime d'acquisition est susceptible de refléter les bénéfices privés dans les opérations de fusions-acquisitions à caractère public. Nous montrons que la prime d'acquisition est plus élevée dans le cas où l'actionnaire de contrôle détient des niveaux très élevés de droits de vote, au moment où il détient une fraction très faible de droits aux bénéfices par rapport à ses droits votes et enfin lorsqu'il contrôle indirectement l'entreprise acquiesceuse. Notre interprétation stipule que même les opérations de fusions-acquisitions à caractère public en Europe peuvent dissimuler des bénéfices privés pour le compte des actionnaires de contrôle. De plus, nos résultats montrent que la prime d'acquisition est négativement associée au niveau d'endettement dans l'entreprise indiquant ainsi que la dette demeure un outil de réduction du gaspillage de l'argent et de conflits d'agence même dans le cas d'un actionnariat concentré. En outre, la prime d'acquisition est positivement affectée par l'appartenance de l'acquiesceuse et de la cible au même secteur d'activité où les synergies sont plus élevées. Ce dernier résultat confirme les propos de Holderness (2003) qui avance que les bénéfices privés et les bénéfices publics ne sont pas mutuellement exclusifs.



Le reste du chapitre s'organise comme suit : la première section décrit le contexte européen et le cadre théorique, la deuxième section décrit l'échantillon des données et la méthodologie. Dans la troisième section, nous présentons les résultats des analyses. Enfin, nous concluons dans la dernière section.

## **1. Le contexte européen et le cadre théorique**

Nous nous intéressons à l'Europe pour un ensemble de raisons. Premièrement et à l'instar de la France, l'actionnariat est concentré dans la majorité des pays européens. Faccio et Lang (2002) montrent que 63% des entreprises cotées en Europe ont un actionnaire qui contrôle plus de 20% des droits de vote. Aux Etats-Unis où l'actionnariat est souvent dispersé, cette proportion est de 28% seulement (Gadhoun et al. (2005)). Deuxièmement, les investisseurs dans les marchés européens souffrent d'une protection relativement faible par rapport à celle aux Etats-Unis (La porta et al. (1998)) ; Djankov et al. (2008)). Les actionnaires de contrôle ont par conséquent moins d'obstacles dans la poursuite de leurs objectifs privés. Enfin, la plupart des entreprises européennes cotées sont affiliées au sein d'un groupe d'entreprises (Faccio et al. (2001)). Bae et al. (2002) montrent qu'au sein des groupes de sociétés, les actionnaires de contrôle exercent un pouvoir sur les entreprises affiliées qui excède leur participation au capital. Wolfenzon (1999); Bebchuk et al. (2000) et Claessens et al. (2002) stipulent que les possibilités d'expropriation sont plus fréquentes lorsque l'entreprise est affiliée dans un grand groupe de sociétés contrôlé par le même actionnaire.

Afin d'examiner les cas où les actionnaires de contrôle profitent des opérations de fusions-acquisitions pour extraire des bénéfices privés de contrôle, les travaux antérieurs se focalisent sur la réaction du marché autour de la date de l'annonce (Bae et al. (2002); Holmen et Knopmf (2004); Buysschaert et al. (2004); Ben-Ammar et André (2006) et Faccio et Stolin (2006)), sur la performance opérationnelle (Yen et André (2007)) et sur la différence entre les rentabilités de différentes classes d'actions (Bigelli et Megnoli, 2004)). Dans la présente étude, nous examinons l'éventuelle extraction des bénéfices

privés par les actionnaires de contrôle en analysant la prime payée dans un échantillon de fusions-acquisitions initiées par des entreprises acquéreuses à actionnariat concentré. Dans la mesure où les décisions stratégiques sont émises par l'actionnaire de contrôle, nous supposons que ce dernier est capable de pousser son entreprise à déboursier un prix élevé pour les acquisitions qui satisfassent ses intérêts personnels. Dans ce cas, une prime d'acquisition excédentaire peut être interprétée comme un indicateur pour les bénéfices privés de contrôle qu'il compte extraire ultérieurement.

L'approche, qui considère la prime d'acquisition comme un indicateur pour les bénéfices privés, a été adoptée par de nombreux travaux (Barclay et Holderness (1989), Barclay et Holderness (1991), Bebchuk(1994), Burkart et al. (2000), Nicodano et Sembenelli (2004), Dyck et Zingales (2004), Atanasov (2005), Poulsen (2011)). Cette approche, citée dans le premier chapitre de notre thèse, suppose que l'effet des négociations des parties est rationnellement anticipé sur le cours de l'action. Etant donné que le cours ne représente que l'actualisation des bénéfices publics, tout bénéfice privé sera reflété dans la différence entre le prix par action du bloc négocié et le cours de l'action après l'annonce du transfert. Toutefois, les études antérieures se sont focalisées sur la prime liée aux transactions de blocs de contrôle réalisées entre deux parties dans un cadre privé. Dans notre étude, nous conceptualisons le sur-paiement de la cible comme un problème d'agence entre les actionnaires minoritaires et ceux qui contrôlent l'entreprise susceptible de se déclencher dans le cas d'une opération de fusion ou d'acquisition à caractère public.

En effet, un actionnaire de contrôle, bien enraciné grâce à ses propres droits dans l'entreprise, peut imposer le paiement d'une prime excédentaire à une cible répondant à ses propres ambitions personnelles. Dans ce cas, un lien de causalité peut être établi entre les primes payées par les entreprises acquéreuses dominées par des actionnaires de contrôle et les différents droits favorisant l'enracinement de ces derniers. Par conséquent, en analysant la structure d'actionnariat de l'entreprise acquéreuse, notre contribution consiste à montrer que la prime d'acquisition reflète les bénéfices privés extraits par l'actionnaire de contrôle dans les opérations de fusions-acquisitions à caractère public.

## **2. La description de l'échantillon et de la méthodologie**

### **2.1. L'échantillon**

Notre échantillon d'opérations de fusions-acquisitions est obtenu à partir de la base de données Thomson Financial One Banker Deals. Nous nous sommes limités aux opérations dont la valeur de transaction est affichée. L'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible sont des entreprises cotées. Nous avons recueilli des données pour 2014 opérations comportant des primes d'acquisitions et réalisées par des entreprises européennes situées en Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni. Nous avons exclu, premièrement, les opérations dont le statut est en cours ou faisant l'objet d'une rumeur, ou bien, les opérations qui ne correspondent pas à un regroupement de deux entreprises comme les opérations qui se rapportent à des recapitalisations, des rachats de titres, des scissions et les offres faites par la société visée elle-même. Deuxièmement, nous avons exclu 204 acquisitions de participations minoritaires (moins de 10%). Etant donné que nous nous intéressons uniquement à des opérations à caractère public, troisièmement, nous avons exclu 21 transactions privées de blocs d'actions. Quatrièmement, nous avons exclu 51 opérations qui sont liées à l'exercice d'une option d'achat, parce que dans ces cas, la prime d'acquisition peut être déterminée par des facteurs en vigueur à la période où l'option a été souscrite.

La période d'étude s'étale entre 1994 et 2001. Nous étions contraints de choisir cette période afin de pouvoir coupler ces données avec la base de données de Faccio et Lang (2002) relative à l'actionnariat des entreprises européennes. Cette base comprend 5232 entreprises des treize pays européens. Les données de la base sont recueillies auprès de diverses sources entre 1996 et 1998. Barclay et Holderness (1989) constatent qu'une fois l'entreprise a un actionnaire de bloc important, l'actionnariat tend à être constant dans le temps et l'entreprise gardera généralement son actionnaire de bloc cinq ans plus tard. Des études antérieures comme La Porta et al. (1999); Bertrand et al. (2002);

Claessens et al. (2002); Faccio et Lang (2002) exigent un seuil minimal de droits de vote pour considérer l'actionnaire comme contrôleur. Nous choisissons un seuil de 25% pour s'assurer davantage que la décision de fusion ou d'acquisition est prise suivant l'intérêt de l'actionnaire de contrôle.

Enfin, nous avons vérifié les caractéristiques des transactions (date de l'annonce, la valeur des opérations, etc) dans la base LexisNexis. Les données financières et comptables sont complétées à partir de la base Datastream et de la base de données Worldscope. Finalement, notre échantillon se compose de 210 opérations de fusions-acquisitions à caractère public initiées par des entreprises dominées par des actionnaires de contrôle.<sup>1</sup>

## 2.2. La méthodologie

L'analyse de la relation entre la prime et l'étendue du pouvoir exercé par l'actionnaire de contrôle se base, dans notre cas, sur plusieurs modèles qui sont établis conformément au format suivant :

$$\text{Primum}_i = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ji} \text{Ownership} + \sum_{k=1}^m \beta_{ki} \text{Control} + \varepsilon_i \quad (1)$$

i : opération de fusion-acquisition.

'Prime' est la prime d'acquisition représentant ainsi notre variable dépendante. Conformément à la littérature, nous définissons la prime comme l'excès du prix payé au-delà de la valeur boursière de la cible. La valeur boursière est estimée préalablement quatre semaines (28 jours) avant la date de l'annonce ((Jarrell et al. (1988); Jarrell et Poulsen (1989); Sharma et al. (1991); Cotter et Zenner (1994)). Un délai de quatre semaines permet d'éviter largement les effets des rumeurs et les fuites d'informations

---

<sup>1</sup> Il est à noter que l'échantillon français du deuxième chapitre n'a fourni que 28 observations comportant une prime d'acquisition.

(Nathan et O'Keefe (1989)) et il est suffisamment court pour éviter les effets de la contamination par d'autres événements (Flanagan et O'Shaughnessy, 2003).

La prime d'acquisition est calculée comme suit:

$$\text{Prime} = 100 * \frac{\text{Prix par action de la cible} - \text{Valeur de l'action 4 semaines avant la date d'annonce}}{\text{Valeur de l'action 4 semaines avant la date d'annonce}}$$

$j$  : représente l'une des  $n$  variables relatives à l'actionnariat incluant :

- Le pourcentage des droits de votes détenus par l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise acquéreuse (*votes*).
- L'existence d'une séparation entre ses droits de votes et ses droits aux bénéfices (*sepa*). Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle détient une part des droits de vote supérieure à sa part des droits aux bénéfices et 0 autrement.
- L'excès de la séparation (*excès*) déterminée par la différence entre les droits de vote et les droits aux bénéfices de l'actionnaire de contrôle.
- L'existence des actions à droits particuliers (*dual*). Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les statuts de l'entreprise acquéreuse autorisent l'émission des actions à droits particuliers et 0 autrement.
- L'actionnariat indirect (*indirect*). Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire dominant contrôle indirectement l'entreprise acquéreuse et 0 autrement.

- La présence d'autres actionnaires contrôlant au moins 10% des droits de vote (*autre*). Une variable binaire prenant la valeur 1 si c'est le cas et 0 autrement.

*k* : représente l'une des *m* variables de contrôle utilisées dans cette étude. Dans la mesure où, nous nous intéressons à des conflits d'agence dans une entreprise acquéreuse causés par le sur-paiement d'une cible dans un cadre de fusions-acquisitions réalisées dans différents pays européens, nous contrôlons trois catégories de variables :

- La première catégorie porte sur des variables spécifiques à l'entreprise acquéreuse et utilisées fréquemment dans les travaux qui s'intéressent à la théorie d'agence. La première variable est le ratio de distribution des dividendes (*DPR*) mesurée par le rapport des dividendes sur le bénéfice net de l'exercice avant l'offre. Les entreprises qui versent des dividendes assez élevés ne trouvent pas assez de fonds pour gaspiller l'argent dans des projets peu rentables, par conséquent, nous prévoyons que le ratio de distribution de dividende est négativement associé à la prime d'acquisition. La deuxième variable est le ratio des flux de trésorerie sur le chiffre d'affaires net (*CFS*). Nous supposons que les entreprises acquéreuses détenant des flux excédentaires sont dans une meilleure position pour surpayer des cibles. La troisième variable est l'effet de levier de l'entreprise acquéreuse mesurée par le ratio d'endettement total sur l'actif total un an avant l'acquisition (*levier*). Les entreprises ayant un endettement élevé sont moins susceptibles de s'engager dans des projets à une valeur nette négative et sont, donc, moins enclines à surpayer des acquisitions.
- La deuxième catégorie s'intéresse aux caractéristiques des opérations de fusions-acquisitions avec une sous-catégorie de variables qui contrôlent le sur-paiement de la cible. Premièrement, nous incluons la taille relative de la cible déterminée par le rapport de son total actif sur le total actif de l'entreprise acquéreuse (*taille-R*), cette variable indique si les entreprises acquéreuses donnent de la valeur aux grandes opportunités de croissance. Deuxièmement, nous contrôlons si l'entreprise acquéreuse a déjà une participation préalable dans la cible. Nous utilisons une

variable binaire qui est égale à 1 lorsque l'entreprise acquéreuse est un actionnaire de la cible avant l'annonce et 0 autrement (*toehold*). Lorsque l'entreprise acquéreuse détient une part importante du capital de la cible avant l'offre, elle peut exercer des pressions sur les dirigeants de la cible afin qu'ils acceptent de céder avec une faible prime. Troisièmement, nous contrôlons pour le type de secteur d'activité des deux entreprises. Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible ont les mêmes deux premiers chiffres du code SIC primaire (code de la classification industrielle) et 0 autrement (*secteur*). Généralement, l'acquisition des cibles de même secteur est motivée par des synergies opérationnelles importantes et la prime constitue une mesure adéquate de ces synergies, mais d'autre part, nous supposons que les actionnaires de contrôle paient davantage pour les cibles de différents secteurs dans la mesure où il est plus probable que ces cibles leur procurent plus de bénéfices privés. Quatrièmement, nous incluons le mode de paiement. Une variable binaire est égale à 1 lorsque le paiement est de 100% en espèces et 0 autrement (*paiement*). Le paiement en espèces permet à l'actionnaire dominant de maintenir son contrôle. Cependant, le paiement en titres peut causer une prime d'acquisition plus élevée si l'entreprise acquéreuse estime que ses actions sont surévaluées. Cinquièmement, nous contrôlons pour les transactions transfrontalières moyennant une variable binaire égale à 1 si l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible sont de pays différents et 0 autrement (*étranger*). Selon l'hypothèse que les synergies idiosyncrasiques existent dans le cas des acquisitions à l'étranger, nous nous attendons à ce que les transactions transfrontalières offrent des primes plus élevées. Enfin, nous contrôlons respectivement la valeur de la transaction (*taill\_tr*), l'hostilité de l'offre (*hostilité*) et le mode de la transaction (offre publique ou autre) (*offre*). Dans la sous-catégorie de variables, nous trouvons, d'abord, le nombre des entreprises concurrentes qui interviennent dans l'enchère de la cible (*Multiple*). La concurrence dans le marché de prises de contrôle est susceptible de faire grimper le prix de la cible.

- Dans la mesure où notre échantillon comprend plusieurs pays européens, la troisième catégorie de variables de contrôle s'appuie sur les divergences

économiques et juridiques entre ces différents pays. La première variable porte sur la croissance du PIB (*GDPG*) qui sert à contrôler la variation de la croissance de la richesse créée à travers les pays. La deuxième variable s'intéresse à la protection des investisseurs (*protection*), elle est représentée par un indice développé par La Porta et al. (2006). Cet indice comprend un ensemble de prérogatives légales (les exigences de divulgation, le respect des normes comptables et l'efficacité des droits *anti-director*) qui protègent les intérêts des investisseurs contre les éventuels abus de pouvoir des initiés.

Le tableau 3.1 récapitule toutes ces variables.

### **2.3. Analyse descriptive de l'échantillon**

Les paniers A, B et C du tableau 3.2 rapportent le nombre de transactions dans notre échantillon respectivement par année d'annonce, par pays et par secteur d'activité. Le panier A confirme que l'année 2000 était une année record pour le marché des fusions-acquisitions à l'époque avec 59 transactions. Au sein des treize pays européens, le panier B montre que les entreprises acquéreuses anglaises ont réalisé le plus grand nombre d'opérations (47 transactions). Les entreprises françaises prennent la deuxième place (39 transactions). Enfin, le panier C montre que les trois secteurs les plus représentés dans notre échantillon sont le secteur des produits de consommation (39 transactions), le secteur des matériaux (38 transactions) et le secteur financier (34 transactions) et contrairement à l'étude du deuxième chapitre, le secteur des hautes technologies occupe la dernière place (5 transactions).



**Tableau 3.1: Définition et source des variables**

<b>variable</b>	<b>Définition</b>	<b>Source</b>
prime	La différence entre le prix par action offert et la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce de la transaction, divisée par la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce	Thomson Financial & Datastream
votes	Le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	JFE website: Faccio Lang Data
votes2	Le carré du pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	
votes3	Le cube du pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	
sepa	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle et 0 autrement	
excès	La différence entre les droits de vote et les droits aux bénéfices détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse	
indirect	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle exerce son pouvoir sur l'entreprise acquéreuse à travers d'autres entreprises et 0 autrement	
dual	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les statuts de l'entreprise acquéreuse autorisent l'émission d'actions sans droits de vote, d'actions avec droits de vote restreints ou d'actions avec droits de vote multiples et 0 autrement	
autre	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe un autre actionnaire important détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote et 0 autrement	
taill-R	Le total actif de la cible divisée par le total actif de l'entreprise acquéreuse du dernier exercice comptable avant l'annonce	
DPR	Le ratio de distribution des dividendes est le rapport du montant des dividendes sur le résultat net du dernier exercice comptable avant l'annonce	
CFS	Total des flux de trésorerie, divisé par le chiffre d'affaires net du dernier exercice comptable avant l'annonce	
levier	Rapport du total des dettes sur le total actif du dernier exercice comptable avant l'annonce	
multiple	Le nombre d'entreprises (y compris l'entreprise acquéreuse final) proposant une offre pour la cible	Thomson Financial

variable	Définition	Source
toehold	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il existe une participation ex-ante de l'entreprise acquéreuse dans le capital de la cible et 0 autrement	Thomson Financial
secteur	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible ont les mêmes deux premiers chiffres du code SIC primaire (code de la classification industrielle) et 0 autrement	
paiement	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le paiement de l'opération se réalise 100% en espèces et 0 autrement	
étranger	Une variable binaire égale à 1 si l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible sont de pays différents et 0 autrement	
taill_tr	Le prix payé par l'acquéreur (en millions USD), à l'exclusion des frais et dépenses.	
hostilité	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'opération a un caractère hostile et 0 autrement	
offre	Une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'opération est une offre publique et 0 autrement	
GDPG	La croissance du PIB réel qui est égal à la croissance du PIB nominal moins l'inflation	Worldbank
protection	La composante principale de trois dimensions: les exigences de la divulgation, le respect des normes comptables et l'efficacité des droits <i>anti-director</i> . Échelle de 0 à 10	La Porta et al. (2006)

### Tableau 3.2 : Nombre de transactions

#### Panier A : Nombre de transactions par année

Année	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Nombre	5	12	8	24	29	54	59	19	210
Prime moyenne %	41,24	52,07	33,57	28,72	42,33	42,30	53,81	37,18	43,72

#### Panier B : Nombre de transactions par pays

Pays	Autriche	Belgique	Finlande	France	Allemagne	Irlande	Italie	Total
Nombre	7	15	3	39	24	4	15	
Prime moyenne %	18,59	53,20	53,10	54,86	40,96	55,50	39,60	
Pays	Norvège	Portugal	Espagne	Suède	Suisse	Royaume Uni		210
Nombre	8	7	13	15	13	47		
Prime moyenne %	57,94	22,80	26,41	40,66	33,89	45,51		

### Panier C: Nombre de transactions par secteur d'activité

Secteur	Produits de consommation	Energie	Finance	Haute technologie	Santé	Total	
Nombre	39	15	36	5	9		
Prime moyenne %	55,89	37,61	30,67	68,81	77,54		
Secteur	Industrie	Matériaux	Médias	Immobilier	commerce de détail	Télécommunication	Total
Nombre	24	38	14	9	13	8	
Prime moyenne %	35,11	42,09	57,77	29,29	34,25	44,63	

**Tableau 3.3 : Statistiques descriptives**

Variable	Nombre	Moyenne	Médiane	Ecart type	p5	p95
premium	210	43,72	35,18	40,14	-6,10	131,03
votes	210	46,23	42,50	17,41	25,24	81,70
sepa	210	0,33				
excès	210	5,74	0,00	10,73	0,00	30,72
autre	210	0,34				
dual	206	0,26				
indirect	210	0,20				
taill-R	172	0,33	0,18	0,39	0,00	1,06
levier	205	0,29	0,27	0,23	0,00	0,78
DPR	192	0,35	0,31	0,33	0,00	1,01
CFS	180	0,15	0,10	0,18	0,00	0,47
multiple	210	1,05	1,00	0,30	1,00	1,00
toehold	210	0,46				
secteur	210	0,54				
paiement	210	0,63				
étranger	210	0,45				
taill_tr	210	1101,55	179,09	4765,41	6,23	3636,77
hostilité	210	0,03				
offre	210	0,63				
GDPG	210	1,20	1,35	2,29	-1,23	3,67
protection	210	0,42	0,47	0,26	0,00	0,78

Voir tableau 3.1 pour la définition des variables.

Le tableau 3.3 rapporte les statistiques descriptives pour toutes les variables utilisées dans l'étude. La moyenne de la prime dans notre échantillon est de 43.72%. Ceci est cohérent avec Laamanen (2007) qui trouve que la prime moyenne payée est comprise entre 40% et 50% au cours des 20 dernières années. Le tiers des entreprises acquéreuses ont des structures d'actionnariat dont les proportions des droits de vote sont supérieures à celles des droits aux bénéfices. Le quart des entreprises acquéreuses ont des actions à droits particuliers et 20% des entreprises acquéreuses sont contrôlées indirectement. Les autres actionnaires importants sont présents dans 34.28% des entreprises acquéreuses. Ce seuil est similaire à celui rapporté par Laeven et Levine (2008) qui trouvent que plus d'un tiers des entreprises cotées en Europe ont plus qu'un seul actionnaire important. Le paiement en espèces représente plus de 62% de notre échantillon. Dans d'autres travaux qui ne s'intéressent pas exclusivement à des entreprises dominées par des actionnaires de contrôle, le mode de paiement en espèces est inférieur à 50% (38,73 % dans l'étude de Betton et al. (2009); 40,4% dans l'étude de Moeller et al. (2004); 37,6% dans l'étude de Dumontier et Pecherot-Petitt (2002); 35,4% dans l'étude d'Andrade et al. (2001)). Le choix de paiement en espèces est particulièrement important dans les entreprises ayant des structures d'actionnariat relativement concentrées (Faccio et Masulis (2005)). En fait, le paiement en espèces permet d'éviter la dilution du contrôle, ainsi que, la dilution des bénéfices privés de contrôle (Eckbo (2009)).

### **3. La présentation des analyses et des résultats**

Afin de vérifier si les incitations des actionnaires de contrôle sont reflétées dans les primes d'acquisition, nous examinons, dans un contexte multivarié, la relation entre la prime d'acquisition et l'étendue du pouvoir exercé par l'actionnaire de contrôle. Nous étudions respectivement l'impact des droits de vote, l'impact de la séparation entre les droits aux bénéfices et les droits de vote, l'impact de l'excès de cette séparation et enfin l'impact des mécanismes de cette séparation.

### **3.1. Les droits de vote et la prime d'acquisition**

La concentration des droits de vote dans les mains d'un seul actionnaire de contrôle peut réduire l'efficacité des mécanismes de gouvernance au sein d'une entreprise. Par conséquent, l'actionnaire de contrôle peut profiter de sa position dominante pour émettre des décisions qui servent ses propres intérêts privés aux dépens de l'intérêt de l'entreprise. Holderness (2003) stipule que les actionnaires de blocs peuvent utiliser leur pouvoir de vote pour profiter des ressources et des avantages de l'entreprise qui ne sont pas partagées avec les actionnaires minoritaires. Burkart et al. (1997) affirment qu'un contrôle accru pratiqué par les actionnaires importants constitue une menace ex-ante d'expropriation qui réduit les bonnes initiatives de gestion. Cronqvist et Nilsson (2003) montrent que l'enracinement d'un actionnaire de contrôle est une fonction croissante de ses droits de vote. D'autre part, d'autres études supposent que la coalition de contrôle est susceptible de payer davantage pour des cibles dissimulant des avantages privés. Morck et al. (1990) affirment que les dirigeants des entreprises acquéreuses paient cher les cibles qui leur permettent de poursuivre leurs objectifs personnels. Donc, si nous adoptons, d'une part, l'hypothèse implicite qui prétend que les primes excessives reflètent les bénéfices privés à extraire à partir d'une offre et, d'autre part, l'idée que les blocs importants de droits de vote facilite la prise des décisions qui servent les intérêts de leurs détenteurs, nous présumons que les primes d'acquisition excédentaires seront positivement associées à la concentration des droits de vote au sein de l'entreprise acquéreuse.

Le tableau 3.4 rapporte les résultats de nos régressions des primes sur les droits de vote. Le premier modèle du tableau montre que les droits de vote sont positivement associés à la prime d'acquisition, toutefois, le résultat n'est pas assez significatif (t-stat = 1,85%). Suivant McConnell et Servaes (1990) et Faccio et Lasfer (1999), Short et Keasey (1999) et Yen et André (2007), nous utilisons le carré et le cube du pourcentage des droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle afin de saisir l'incidence des niveaux élevés de l'actionnariat. Les trois modèles du tableau 3.4 montrent que plus les niveaux des droits

de vote sont élevés, l'impact sur la prime devient de plus en plus significatif. Par conséquent, ces résultats montrent que la prime est plus susceptible de refléter les bénéfices privés lorsque les actionnaires de contrôle détiennent des niveaux très élevés de droits de vote.

### **3.2. La séparation entre la propriété et le contrôle, l'excès de séparation et la prime d'acquisition**

Le concept de séparation entre la propriété et le contrôle était considérablement lié aux problèmes de l'expropriation des actionnaires minoritaires. Bebchuk et al. (2000) et Claessens et al. (2002) affirment que, dans les sociétés non américaines, l'actionnaire de contrôle détient souvent des droits de vote supérieurs à ses droits aux bénéfices. Ce décalage pourrait entraîner des problèmes d'agence potentiels entre l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minoritaires. Bigelli et Mengoli (2004) constatent que les problèmes d'agence sont assez importants dans les entreprises acquéreuses lorsque la séparation entre la propriété et le contrôle est élevée. Par conséquent, si les primes reflètent des bénéfices privés, nous nous attendons à une relation positive entre la prime et la séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes détenus par les actionnaires de contrôle des entreprises acquéreuses. Néanmoins, les deux modèles 1 et 2 du tableau 3.5 montrent que la séparation et l'excès de la séparation n'affectent pas significativement la prime.

**Tableau 3.4 : Droits de vote et prime d'acquisition**

	<b>Model 1</b>	<b>Model 2</b>	<b>Model 3</b>
Constant	35,59 (1,57)	44,20** (2,13)	47,60** (2,34)
votes	0,42* (1,85)		
votes2		0,00** (2,02)	
votes3			0,00** (2,13)
autre	7,16 (1,05)	6,61 (0,99)	5,95 (0,90)
taill-R	-8,41 (-0,92)	-7,86 (-0,87)	-7,23 (-0,81)
levier	-30,67** (-2,44)	-30,01** (-2,39)	-29,24** (-2,31)
DPR	-4,37 (-0,49)	-4,61 (-0,52)	-4,78 (-0,54)
CFS	-54,71*** (-2,89)	-53,95*** (-2,86)	-53,02*** (-2,81)
multiple	20,68 (1,50)	20,72 (1,49)	20,71 (1,48)
toehold	-17,01*** (-3,00)	-16,91*** (-2,99)	-16,89*** (-2,98)
secteur	14,86** (2,60)	15,03*** (2,65)	15,10*** (2,69)
paiement	-8,42 (-1,07)	-8,35 (-1,05)	-8,34 (-1,05)
étranger	-2,59 (-0,33)	-2,67 (-0,34)	-2,91 (-0,37)
taill_tr	0,00 (-0,27)	0,00 (-0,28)	0,00 (-0,29)
hostilité	-12,59 (-1,18)	-11,60 (-1,09)	-10,40 (-0,98)
offre	-4,23 (-0,64)	-4,29 (-0,65)	-4,42 (-0,66)
GDPG	-1,57 (-1,16)	-1,66 (-1,22)	-1,72 (-1,27)
protection	-5,10 (-0,42)	-5,41 (-0,44)	-6,00 (-0,49)
Observations	149	149	149
R <sup>2</sup>	0,29	0,29	0,30
R <sup>2</sup> ajusté	0,20	0,21	0,22
N cluster	133	133	133

**Note.** - La variable dépendante est la prime calculée comme la différence entre le prix par action offert et la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce de la transaction, divisée par la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce. La période d'étude s'étale entre 1994 à 2001. Entre parenthèses se trouve la statistique t-stat. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 3.1 pour la définition des variables.

Conformément aux études précédentes, les problèmes de l'expropriation sont accentués lorsque la séparation entre la propriété et le contrôle est élevée et l'actionnaire de contrôle ne détient pas une forte participation au capital de son entreprise. A de faibles niveaux de droits aux bénéfices, l'actionnaire de contrôle est moins intéressé par la performance de son entreprise et il peut opter pour des décisions se rapportant à des projets non rentables sans supporter la totalité des coûts (Holderness et al. (1999), Short et Keasey (1999) ; Faccio et Stolín (2006), Bozec et Laurin (2008)). En nous basant sur l'idée qu'une prime d'acquisition élevée peut être considérée comme un indicateur pour les bénéfices privés de contrôle, nous supposons que les entreprises acquéreuses dont l'actionnaire de contrôle détient des droits de vote qui dépassent sa faible part dans le capital paient des primes relativement élevées. Empiriquement, nous régressons la prime sur la séparation entre la propriété et le contrôle en se focalisant sur un sous-échantillon dans lequel l'actionnariat est faible (inférieure à la médiane). Les résultats de cette spécification sont conformes à nos attentes. Les modèles 3 et 4 du tableau 3.5 montrent que les variables relatives à la séparation et à l'excès de la séparation affectent positivement et significativement la prime au seuil de 5%. Par conséquent, une fois l'actionnaire de contrôle détient une fraction mineure des droits aux bénéfices relativement à ses droits de vote, il est plus enclin à surpayer les cibles. Dans ces conditions, la prime peut refléter les intérêts privés de l'actionnaire de contrôle.



**Tableau 3.5 : Séparation, Excès de séparation et prime d'acquisition**

	<b>Model 1</b>	<b>Model 2</b>	<b>Model 3</b>	<b>Model 4</b>
	<b>Echantillon total</b>		<b>Echantillon à faible actionnariat</b>	
Constant	58,61*** (2,95)	57,10*** (2,85)	245,60 (1,57)	252,9* (1,69)
sepa	1,09 (0,15)		16,20** (2,00)	
excès		0,14 (0,49)		1,11** (2,39)
autre	4,83 (0,71)	4,88 (0,73)	1,28 (0,15)	-0,48 (-0,05)
taill-R	-7,46 (-0,80)	-7,57 (-0,81)	-0,14 (-0,01)	1,12 (0,11)
levier	-30,48** (-2,23)	-30,66** (-2,27)	-29,40 (-1,03)	-35,13 (-1,21)
DPR	-4,41 (-0,49)	-4,18 (-0,47)	-4,41 (-0,32)	-8,79 (-0,65)
CFS	-51,71** (-2,61)	-52,52*** (-2,65)	-91,63*** (-4,00)	-97,77*** (-4,59)
multiple	20,07 (1,43)	20,76 (1,49)	-167,80 (-1,05)	-168,60 (-1,11)
toehold	-17,71*** (-2,98)	-18,07*** (-3,09)	-0,46 (-0,06)	0,37 (0,05)
secteur	12,90** (2,23)	13,32** (2,27)	1,41 (0,21)	0,75 (0,11)
paiement	-9,59 (-1,18)	-9,76 (-1,19)	-5,67 (-0,59)	-7,23 (-0,75)
étranger	-4,91 (-0,64)	-4,20 (-0,53)	-12,85 (-1,15)	-12,66 (-1,15)
taill_tr	0,00 (-0,44)	0,00 (-0,44)	0,00 (1,30)	0,00 (1,38)
hostilité	-9,47 (-0,92)	-10,19 (-0,97)	0,00	0,00
offre	-4,83 (-0,72)	-4,75 (-0,72)	-15,08 (-1,60)	-16,84* (-1,75)
GDPG	-1,33 (-0,94)	-1,19 (-0,87)	-1,18 (-0,46)	-1,29 (-0,59)
protection	-6,39 (-0,51)	-6,60 (-0,52)	2,15 (0,16)	1,50 (0,11)
Observations	149	149	75	75
R <sup>2</sup>	0,26	0,26	0,44	0,45
R <sup>2</sup> ajusté	0,17	0,17	0,29	0,31
N cluster	133	133	51	51

**Note.** - La variable dépendante est la prime calculée comme la différence entre le prix par action offert et la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce de la transaction, divisée par la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce. La période d'étude s'étale entre 1994 à 2001. Entre parenthèses se trouve la statistique t-stat. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 3.1 pour la définition des variables.

### **3.3. Les mécanismes de la séparation et la prime d'acquisition**

Selon Faccio et Lang (2002), la séparation entre la propriété et le contrôle provient de différents mécanismes y compris les actions à droits particuliers, les pyramides, les participations croisées et les chaînes multiples de contrôle. Conformément à Claessens et al. (2002), nous utilisons les principaux mécanismes de la séparation notamment les actions à droits particuliers et le contrôle indirect principalement les pyramides pour examiner l'impact de ces mécanismes sur la prime d'acquisition. D'après le tableau 3.6, le coefficient de contrôle indirect est positif et statistiquement significatif au seuil de 5%. Ce résultat est conforme à l'hypothèse qui stipule qu'au moment où l'actionnaire de contrôle détient l'entreprise via une structure pyramidale ou des chaînes multiples de contrôle, il peut prendre des décisions qui favorisent les intérêts d'autres entreprises étroitement contrôlées par lui aux dépens de l'intérêt de l'entreprise en question. Dès lors, l'actionnaire de contrôle peut surpayer une cible qui offrira des synergies importantes pour le groupe de sociétés qu'il contrôle aux dépens de l'intérêt de l'entreprise acquéreuse. Ce résultat est valable pour l'ensemble de l'échantillon (modèle 1), ainsi que pour le sous-échantillon relatif à la faible proportion d'actionnariat (modèle 3). De nombreuses études montrent que les structures pyramidales représentent le principal dispositif permettant l'enracinement des grands actionnaires de contrôle. Par exemple, Bertrand et al. (2002) montrent qu'il ya davantage d'expropriation dans les entreprises situées aux plus bas échelons d'une pyramide. Bigelli et Mignoli (2004) affirment que la séparation élevée entre la propriété et le contrôle, due à la présence des structures pyramidales, pourrait favoriser le sur-paiement lors des acquisitions si ces dernières mènent à des bénéfices privés à l'actionnaire majoritaire ultime.

Selon le modèle 2 du tableau 3.6, les actions à droits particuliers ne semblent pas avoir un impact sur les primes, le coefficient de la variable '*dual*' est négatif, mais non significativement différent de 0. Aux niveaux inférieurs d'actionnariat (modèle 4), le coefficient devient positif et presque significatif (t-stat. = 1,52). Cela ne peut que confirmer l'hypothèse qui stipule que lorsque l'actionnaire de contrôle détient une faible participation aux droits aux bénéfices, il est plus désintéressé par la performance de l'entreprise. Les actions à droits particuliers ou les '*dual class shares*' représentent un outil efficace pour que l'actionnaire de contrôle domine l'entreprise sans détenir une part importante du capital. Afin de ne pas confondre ce résultat avec celui du deuxième chapitre concernant les actions à droit de vote double en France, il faut admettre que ces dernières ne sont pas assez préjudiciables dans la mesure où elles sont plafonnées à un droit de vote supplémentaire. Ailleurs, notamment dans certains pays européens comme la Belgique, l'Italie ou le Suède, une '*dual class share*' peut comporter même une dizaine de droits de vote, ce qui aggrave l'effet défavorable de la séparation entre la propriété et le contrôle.

**Tableau 3.6 : Mécanismes de la séparation et prime d'acquisition**

	<b>Model 1</b>	<b>Model 2</b>	<b>Model 3</b>	<b>Model 4</b>
	<b>Echantillon total</b>		<b>Echantillon à faible actionnariat</b>	
Constant	59,36*** (3,10)	50,80** (2,45)	289,40 (1,62)	236,90 (1,44)
indirect	19,15** (2,32)		20,98** (2,26)	
dual		-7,63 (-1,16)		12,19 (1,52)
autre	-0,31 (-0,05)	5,57 (0,83)	-2,04 (-0,26)	3,48 (0,40)
taill-R	-8,02 (-0,86)	-4,56 (-0,51)	1,67 (0,16)	-1,07 (-0,10)
levier	-31,24** (-2,27)	-20,07 (-1,50)	-31,67 (-1,09)	-24,86 (-0,84)
DPR	-4,67 (-0,57)	-2,89 (-0,30)	-4,29 (-0,30)	-5,55 (-0,39)
CFS	-63,98*** (-3,61)	-48,78** (-2,55)	-90,71*** (-4,18)	-83,05*** (-3,55)
multiple	22,27 (1,65)	21,50 (1,48)	-203,20 (-1,12)	-156,80 (-0,93)
toehold	-16,63*** (-2,99)	-20,04*** (-3,56)	-5,09 (-0,73)	-3,27 (-0,46)
secteur	13,36** (2,34)	14,38** (2,59)	4,40 (0,70)	1,46 (0,21)
paiement	-11,83 (-1,46)	-7,79 (-0,96)	-8,04 (-0,78)	-5,66 (-0,57)
étranger	-7,50 (-1,02)	-5,03 (-0,65)	-16,15 (-1,46)	-13,50 (-1,20)
taill_tr	0,00 (-0,47)	0,00 (-0,53)	0,00 (1,32)	0,00 (1,15)
hostilité	-14,34 (-1,31)	-8,50 (-0,82)	0,00	0,00
offre	-6,91 (-1,03)	-2,00 (-0,30)	-14,97 (-1,64)	-13,66 (-1,43)
GDPG	-0,83 (-0,67)	-0,78 (-0,52)	-1,40 (-0,63)	-2,01 (-0,80)
protection	-5,99 (-0,50)	-7,16 (-0,57)	-4,28 (-0,31)	-0,81 (-0,06)
Observations	149	146	75	75,00
R <sup>2</sup>	0,29	0,25	0,44	0,42
R <sup>2</sup> ajusté	0,20	0,16	0,30	0,27
N cluster	133	133	51	51

**Note.** - La variable dépendante est la prime calculée comme la différence entre le prix par action offert et la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce de la transaction, divisée par la valeur de la cible quatre semaines avant l'annonce. La période d'étude s'étale entre 1994 à 2001. Entre parenthèses se trouve la statistique t-stat. Les erreurs standards sont ajustées à l'hétéroscédasticité et à la corrélation entre les observations dans chaque groupe. \*\*\*, \*\*, \* dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1%, 5% et 10%. Voir tableau 3.1 pour la définition des variables.

### **3.4. Autres effets sur la prime d'acquisition**

En dehors des Etats-Unis, les actionnaires de contrôle sont rarement entourés seulement par des petits actionnaires. Plus du tiers des entreprises européennes cotées ont plus d'un seul actionnaire important (Laeven et Levine (2008)). Les autres actionnaires de blocs jouent un rôle crucial dans la limitation des abus de pouvoir de l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise (Lehman et Weigand (2000), Maury et Pajuste (2005) et Laeven et Levine (2008)). Ainsi, nous supposons qu'à la présence des autres actionnaires, l'actionnaire de contrôle est plus contraint à surpayer les cibles. Toutefois, toutes les régressions dans les tableaux montrent que la présence des autres actionnaires de blocs n'est pas en mesure d'affecter le montant de la prime payée. D'autres études montrent que la présence d'autres actionnaires de blocs peut ne pas suffire pour contrarier les décisions prises par les actionnaires de contrôle ou pour réduire les bénéfices privés de contrôle (Bolton et Ernst-Ludwig (1998); Zwiebel (1995)). De plus, ces actionnaires peuvent signer des pactes ou des actions de concert avec les actionnaires de contrôle et créer des coalitions de contrôle leur permettant de prendre des décisions communes qui peuvent léser les actionnaires minoritaires. Faccio et al. (2001) mettent en évidence la collusion des actionnaires de blocs dans l'appropriation des richesses des entreprises en Asie orientale.

Concernant le secteur d'activité, le regroupement des entreprises du même secteur révèle des primes plus élevées pour notre échantillon global. Bae et al. (2002) affirment, qu'en général, les synergies sont plus prononcées dans les acquisitions de même secteur d'activité. D'après le tableau 3.7, les droits de vote sont en moyenne significativement plus élevés dans les cas où l'acquisition vise une cible de différent secteur. Donc, si

l'actionnaire de contrôle est plus enraciné grâce à ses droits de vote, il est plus enclin à choisir une cible de différent secteur. Amihud et Lev (1981), Lins et Servaes (2002) et Dumontier et Pecherot-Petitt (2002) affirment que les acquisitions des cibles de différents secteurs, permettant de diversifier les activités des groupes de sociétés, ne sont pas principalement destinées à servir l'intérêt commun des actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

**Tableau 3.7 : les droits de vote et la diversification**

		Nombre	Moyenne <i>Votes</i>	Test de différence	
				t-stat	z-test
<i>Secteur</i>	0	106	48.2	1.89	1.73
	1	125	43.9		

Note : ce tableau montre l'analyse univariée entre les droits de vote et le niveau de la diversification. *Votes* indique le pourcentage de droits de vote détenus par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise acquéreuse. *Secteur* est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'initiatrice et la cible ont les mêmes deux premiers chiffres du code SIC primaire (code de la classification industrielle) et 0 autrement. Le test de différence est généré grâce un test paramétrique (statistique de Student) et un test non paramétrique (statistique de Kruskal et Wallis)

Aussi, le coefficient relatif au secteur d'activité, étant significativement positif dans les premiers modèles, devient non significatif dans les modèles relatifs au sous-échantillon comprenant les bas niveaux d'actionnariat. Ce constat indique que les synergies ont tendance à disparaître et la recherche des bénéfices privés devient plus probable lorsque l'actionnariat détenu par l'actionnaire de contrôle est faible.

Lorsque l'entreprise acquéreuse a une participation dans la cible qui précède l'offre, cette participation est associée à des primes assez faibles pour l'échantillon total. Betton et Eckbo (2000) sont parmi les premiers auteurs qui montrent que la participation préalable dans la cible est susceptible de réduire le montant de la prime. Grâce à sa participation dans le capital, l'entreprise acquéreuse peut exercer une pression sur l'entreprise cible pour que cette dernière accepte de céder avec un faible prix. Récemment, Kisgen et al. (2009), Betton et al. (2009) trouvent des résultats similaires.

Conformément à la théorie d'agence, un niveau élevé d'endettement réduit les aptitudes des dirigeants à gaspiller les ressources de l'entreprise dans des projets non rentables et par conséquent, ils sont moins enclins à payer des primes excessives pour les cibles. Nous confirmons cette hypothèse également pour les entreprises acquéreuses à actionnariat concentré où les actionnaires de contrôle dominant le processus décisionnel. Dans l'échantillon total, le niveau d'endettement est négativement associé au montant de la prime. Schwert (2000) ne trouve aucun effet de l'endettement sur la prime.

En ce qui concerne la taille relative de la cible, conformément à l'étude de Slusky et Caves (1991), nous ne trouvons aucun effet statistiquement significatif sur la prime. Gondholekar et al. (2004), en utilisant les valeurs boursières de la cible et de l'initiatrice démontrent plutôt un impact négatif de la taille relative sur la prime d'acquisition.

Le ratio de distribution de dividende n'affecte pas négativement la prime. Le rôle de dividende comme un mécanisme de discipline peut être réduit lorsque l'actionnaire de contrôle occupe une position interne au sein de l'entreprise. De plus, Holderness et Sheehan (2000) constatent que le ratio de distribution est plus faible dans les entreprises caractérisées par la présence des actionnaires majoritaires. Gugler et Yurtoglu (2003) montrent que les blocs de contrôle sont liés à un taux de distribution significativement faible.

Le mode de paiement ne semble pas avoir un impact sur les primes; Kisgen et al. (2009) ne trouvent pas également que le mode de paiement est en mesure d'affecter la prime d'acquisition.

Conformément à Eckbo (2009), il s'avère que la présence d'une concurrence entre plusieurs entreprises acquéreuses potentielles n'est pas en mesure de faire grimper le montant de la prime. Néanmoins, Slusky et Caves (1991), Schwert (2000) et Flanagan et O'Shaughnessy (2003) constatent un effet positif de la concurrence sur les primes. En outre et conformément à Eckbo (2009), l'hostilité de l'opération ne semble pas affecter la prime. Rossi et Volpin (2004) constatent un effet positif sur les primes au seuil de 1%. Schwert (2000) définit plusieurs variables mesurant l'hostilité et trouve un effet négatif de la composante principale de ces variables sur la prime d'acquisition.

Les offres publiques sont généralement plus coûteuses que les fusions ou les autres types d'acquisitions (Easterbrook et Fischel (1996)). Schwert (2000) et Rossi et Volpin (2004) constatent un effet positif des offres publiques sur les primes au seuil de 1%. Alors qu'Eckbo (2009) constate un effet significatif et négatif. Nos analyses ne révèlent aucun effet sur la prime d'acquisition.

Rossi et Volpin (2004) montrent que la prime d'acquisition est positivement associée à l'efficacité de la protection légale. Selon ces auteurs, au cours d'une opération de rapprochement, la loi protège, en premier lieu, les actionnaires de la cible, et par conséquent, améliore la valorisation de la cible. Dans la mesure où, nous nous intéressons aux cas où la prime d'acquisition reflète les bénéfices privés extraits par les actionnaires de contrôle des entreprises acquéreuses, cette prime ne peut pas mesurer clairement les gains acquis par les actionnaires de la cible grâce à l'efficacité de la protection légale. De plus, Nenova (2003) et Dyck et Zingales (2004) parmi d'autres, montrent empiriquement que le niveau des bénéfices privés de contrôle est négativement associé au niveau de la protection légale.



## 4. Conclusion

Dans ce chapitre, nous sommes parvenus à montrer que la prime payée dans les opérations de fusions-acquisitions en Europe est affectée par l'actionnariat détenu par l'actionnaire de contrôle. Nous concluons que la prime payée par des entreprises acquéreuses ayant des actionnaires de contrôle bien enracinés peut être considérée comme un indicateur des bénéfices privés de contrôle. Nos résultats montrent que les primes sont positivement et significativement associées aux niveaux bien élevés des droits de vote, ainsi que, le niveau de séparation entre la propriété et le contrôle au cas où la part des droits aux bénéfices détenue par l'actionnaire de contrôle est faible. Les structures pyramidales représentent le mécanisme de séparation le plus associé à la prime. Les travaux antérieurs montrent que la prime reflète les bénéfices privés de contrôle dans les transactions à titre privé particulièrement les transferts de blocs de contrôle. Dans le présent chapitre, nous avons montré que la prime peut également refléter les bénéfices privés dans les opérations de fusions-acquisitions à caractère public.

Dans l'ensemble, nos résultats fournissent un appui empirique aux études antérieures qui suggèrent que l'expropriation des actionnaires minoritaires est un problème d'agence important dans les opérations de fusions-acquisitions européennes. Les études ultérieures pourraient aborder ces questions dans le but de développer des outils de gouvernance efficaces pour limiter les prises de contrôle effectuées à l'initiative des actionnaires de contrôle et qui portent préjudice aux actionnaires minoritaires de l'entreprise acquéreuse.

## **Bibliographie**

- Amihud Y et Lev B, 1981, “Risk Reduction as a managerial motive For Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, vol 12, pp 605-617
- Andrade G, Mitchell M et Stratford E, 2001, “New Evidence and Perspectives in Merger”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 15, pp 103-120
- Atanasov V, 2005, “How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions”, *Journal of Financial Economics*, vol 76, pp 191-234
- Bae K, Kang J et Kim J, 2002, “Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance*, vol 57, pp 2695- 2740
- Barclay M et Holderness C, 1989, “Private Benefits of Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol 25, pp 89-110
- Barclay M et Holderness C, 1991, “Negotiated Block Trades and Corporate Control”, *Journal of Finance*, vol 44, pp 861–877.
- Ben-Ammar W et André P, 2006, “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 33, pp 517-543
- Bebchuk L, 1994, “Efficient et inefficient sales of corporate control”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 109, pp109–993.
- Bebchuk L, Kraakman R et Triantis G, 2000, “Stock Pyramids, Cross Ownership et Dual Class Equity: The Mechanisms et Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights”, *National Bureau of Economic Research*, pp 295-315
- Bertrand M, Paras M et Sundhill M, 2002, “Ferretting out Tunnelling: An implication to Indian business group”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 117, pp 121-148
- Betton, S. and B. E. Eckbo, 2000, “Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoff in Takeovers”, *Review of Financial Studies*, vol 13, pp 841–882
- Betton S, Eckbo E et Thorburn K, 2009, “Merger negotiations and the toehold puzzle”, *Journal of Financial Economics*, vol 91, pp 158-178
- Bigelli M et Mignoli S, 2004, “Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System”, *Journal of Management and Governance*, vol 8, pp 373-405
- Black B.S, 1989, “Bidder Overpayment in Takeovers”, *Stanford Law Review*, Vol. 41, pp 597-660

- Bolton P et Ernst-Ludwig V.T, 1998, “Blocks, Liquidity and Corporate Control”, *Journal of Finance*, vol 53, pp 1-25
- Bozec Y et Laurin C, 2008, “Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 35, pp 25–49.
- Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 1997, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, vol 112, pp 693-728
- Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 2000, “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control”, *Journal of Finance*, vol 55, pp 647-678
- Buysschaert A, Deloof M et Jergers M, 2004, “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study”, *Journal of Corporate Finance*, vol 10, pp 81-103
- Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, vol 57, pp 2741-2771
- Cotter J et Zenner M, 1994, “How Managerial Wealth affects the Tender Offer Process.” *Journal of Financial Economics*, vol 35, pp 63–97
- Cronqvist H et Nilsson M, 2003, “Agency Costs of Minority Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 38, pp 695-717
- Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2008, “The law and economics of self-dealing”, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, pp 430–465
- Dumontier P et Pecherot-Petit B, 2002, “Determinants of Returns of Acquiring Firms Around Public Tender Offer Announcements: The Evidence Related to French Control-Oriented and Parent-Subsidiary Offers”, *EFMA 2002 London Meetings*
- Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, vol 59, pp 537-600
- Easterbrook F et Fischel D, 1996, “The Economic Structure of Corporate Law”, *Havard University Press Paperback editions*, - pages 386
- Eckbo E, 2009, “Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review”, *Journal of Corporate Finance*, vol 15, pp149–178
- Faccio M et Lasfer M, 1999, “Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence”, working paper, National Bureau of Economics and Research
- Faccio M, Lang L et Young L, 2001, “Dividends and Expropriation”, *American Economic Review*, vol 91, pp 54-78

Faccio M et Lang L, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol 65, pp 365-395

Faccio M et Masulis R, 2005, “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance*, vol 60, pp 1345-1388

Faccio M et Stolin D, 2006, “Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions” *Journal of Business*, vol 79, pp 1413-1444

Flanagan D et O’Shaughnessy K, 2003, “Core-related Acquisitions, Multiple Bidders and Tender Offer Premiums”, *Journal of Business Research*, vol 56, pp 573– 585

Gadhoun Y, Larry H et Young L, 2005, “Who Controls us?”, *European Financial Management*, vol 11, pp 339–363

Gondhalekar V, Sant R, Ferris S, 2004, “The price of corporate acquisition: determinants of takeover premia”. *Applied Economics Letters*, vol 11, pp 735-739

Gugler K et Yurtoglu B.B, 2003, “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”, *European Economic Review*, vol 47/4, pp 731-758

Holderness C, Randall K et Dennis S, (1999), “Were the Good Old Days that Good? Changes in the Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”, *Journal of Finance*, vol 54, pp 435-469

Holderness C, Sheehan D, 2000, “Constraints on Large-Block Shareholders”, in *Concentrated corporate ownership* NBER, university of Chicago Press

Holderness C, 2003, “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, *Economic Policy Review*, issue Apr, pp 51-64

Holmen M et Knopf D, 2004, “Minority Shareholder Protection and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 39, pp 167-191

Jarrell G.A, Brickley J.A et Netter J.M, 1988, “The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980”, *Journal of Economics Perspectives*, vol 2, pp21– 48

Jarrell G.A et Poulsen A.B, 1989, “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from three Decades”, *Financial Management*, vol 18, pp12-19

Kisgen D, Qian J et Song W, 2009, “Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol 91, pp 179-207

La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol 106, pp 1113-1150

La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 1999, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, vol 54, pp 471–517

La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 2002, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, vol 57, pp 1147-1170

La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2006, “What Works in Securities Laws?”, *Journal of Finance*, vol 61, pp 1-32

Laamanen T, 2007, “On the role of acquisition premium in acquisition research”, *Strategic Management Journal*, vol 28, pp 1359-1369.

Laeven L et Levine R, 2008, “Complex Ownership Structures and Corporate Valuations”, *Review of Financial Studies*, vol 2, pp 579-604

Lehman E et Weigand J, 2000, “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany”, *European Finance Review*, vol 4, pp 157-195.

Lins K., Servaes H, 2002, “Is Corporate Diversification Beneficial In Emerging Markets?”, *Financial Management*, vol 31, pp 5-31

Maury B et Pajuste A, 2005, “Multiple Large Shareholders and Firm Value”, *Journal of Banking and Finance*, vol 29, pp 1813–1834.

McConnel J et Servaes H, 1990, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, vol 39, pp 131-157

Moeller S , Schlingemann P et Stulz R, 2004, “Firm size and the gains from acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol 73, pp 201–228

Morck R, Shleifer A et Vishny R, 1990, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *The Journal of Finance*, vol 45, pp. 31-48

Nathan KS, O’Keefe TB, 1989, “The rise in takeover premiums: an exploratory study”, *Journal of Financial Economics*, vol 23, pp. 101–119

Nenova T, 2003, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol 68, pp 325–351.

Nicodano G et Sembenelli A, 2004, “Private benefits, Block Transaction Premiums and Ownership Structure”, *International Review of Financial Analysis*, vol 13, pp 227–244

Poulsen T, 2011, “Private Benefits in Corporate Control Transactions”, *International Review of Financial Analysis*, vol 20, pp 52-58

Roll R, 1986, “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business*, Vol. 59, pp 197-216

Rossi S et Volpin P.F, 2004, “Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol 74, pp 277-304

Schwert W, 2000, “Hostility in Takeovers: In the eyes of the beholder?”, *Journal of Finance*, vol 57, n°6, pp 2599-2640

Sharma A, Shapiro D et Kesner I, 1991, “Targets of mergers: Applying a Negotiation Perspective to Predict Degree of Resistance.”, *International Journal of Conflict Management*, vol 2, pp 117–38

Short H et Keasey K, 1999, “Managerial Ownership and the Performance of Firm: The UK Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, vol 5, pp 79-101

Slusky A et Caves R, 1999, “Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers” *The Journal of Industrial Economics*, vol. 39, No. 3, pp 277-296

Stulz R, 1988, “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp 25-54

Wolfenzon D, 1999, “A Theory of Pyramidal Structures,” Harvard University, mimeo, February

Yen T et André P, 2007, “Ownership Structure and Operating Performance of Acquiring Firms: The case of English-origin Countries”, *Journal of Economics and Business* , vol 59, pp 380-405

Zwiebel J, 1995, “Block Investment and Partial Benefits of Control”, *Review of Economic Studies*, vol 62, pp161-185

## **Conclusion générale**

La présente thèse, composée de trois essais, étudie le processus du transfert de la richesse de l'entreprise vers les actionnaires de contrôle par le biais des opérations de fusions-acquisitions.

Le premier essai propose, en premier lieu, une revue de la littérature s'intéressant aux opérations de fusions-acquisitions dans un cadre d'actionnariat concentré. Le principal enseignement tiré de cette revue est que le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle à travers les opérations de fusions-acquisitions dépend de l'efficacité des systèmes de gouvernance et des cadres légaux et extra-légaux dans lequel son entreprise opère. Par exemple, si les opérations de fusions-acquisitions représentent, sous certaines conditions, un outil clair de transfert de richesse en Italie (Bigelli et Megnoli (2004)), ceci est loin d'être le cas au Canada (Ben-Amar et André (2006)).

Afin de repérer le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle dans le cadre d'acquisitions totales ou partielles d'entreprises, les études empiriques antérieures se focalisent, généralement, soit sur une éventuelle destruction de valeur constatée suite à l'opération, soit sur une estimation de la prime d'acquisition. La destruction de valeur est vraisemblablement la résultante d'un mauvais choix d'investissement qui, à priori, ne sert pas l'intérêt général de l'entreprise, alors que, la prime reflète la volonté de l'actionnaire de contrôle à acquérir la cible ou une partie d'elle, et par conséquent, les bénéfices qu'il compte extraire ultérieurement grâce à son éventuel contrôle.

Ce premier essai nous a permis, par la suite, de cerner les mécanismes favorisant l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle dans le cas des opérations de fusions-acquisitions. Si les droits de vote représentent le principal mécanisme sur lequel

l'actionnaire de contrôle s'appuie pour imposer une décision d'acquisition lors d'une assemblée générale, l'excès de ces droits par rapport aux droits aux bénéficiaires représente, quant à lui, le mécanisme le plus associé théoriquement aux décisions d'acquisitions qui ne servent pas réellement l'intérêt de l'entreprise. La fonction dans l'entreprise élargit considérablement l'espace discrétionnaire de l'actionnaire de contrôle et l'action de concert lui permet de bénéficier implicitement des voies d'autres actionnaires importants lors de l'assemblée générale. Enfin, si l'actionnaire de contrôle est une famille ou l'Etat, les bénéficiaires privés seront plus importants que s'il s'agit d'une banque ou d'une entreprise à actionnariat dispersé.

Toutefois, l'étendue du pouvoir de l'actionnaire de contrôle peut être freinée par l'intervention d'autres mécanismes. La loi représente le premier frein à l'encontre du comportement abusif de l'actionnaire de contrôle, mais à défaut d'une protection légale efficace, les études antérieures ont souligné l'importance des institutions extra-légales dans la limitation du caractère abusif des preneurs des décisions. De plus, une décision d'acquisition peu judicieuse peut être bloquée par d'autres actionnaires importants, mais ceci dépend de l'importance de leur pouvoir relativement à celui de l'actionnaire de contrôle. Un conseil d'administration de petite taille et comprenant des membres indépendants peut aussi jouer efficacement son rôle de gouvernance vis-à-vis du comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle. Enfin, un actionnaire de contrôle, détenant une part très importante dans le capital, peut renoncer à poursuivre ses objectifs privés si cette poursuite lui fera subir une perte non négligeable.

Le cas du groupe Wendel montre comment certains actionnaires-dirigeants notamment Ernest-Antoine Seillière, le président du conseil de surveillance de Wendel et l'un des principaux actionnaires familiaux, ont pu transférer à leurs comptes un bénéfice exagéré de 241 millions d'euros suite à la restructuration de leur groupe grâce notamment à une opération de fusion. Ce transfert, injuste mais légal, était permis suite à un montage juridique complexe conçu par de grands cabinets d'affaires. Le cas de l'acquisition de la SCOA par le groupe PPR décrit plutôt comment l'actionnaire de contrôle, François Pinault, a pu profiter d'une créance de 330 millions de francs pour son propre compte grâce à cette acquisition. Ensuite, sous sa direction, la SCOA a acquis des filiales du



groupe PPR, ce qui a fait profiter au groupe, grâce à un montage fiscal, une économie d'impôt de 700 millions de francs.

A l'instar de Bae et al. (2002) ; Bigelli et Mignoli (2004) ; Holmen et Knopmf (2004) ; Buysschaert et al. (2004) ; Ben-Amar et André (2006) et Faccio et Stolín (2006), nous avons analysé, dans le second essai, la réaction du marché autour de la date d'annonce pour vérifier si les actionnaires de contrôle utilisent les opérations de fusions-acquisitions dans le but d'extraire des bénéfices privés de contrôle. Une réaction faible ou négative indique vraisemblablement la présence potentielle de ces bénéfices. Sur un échantillon de 531 opérations de fusions-acquisitions initiées par des entreprises françaises cotées, nos résultats montrent, d'abord, que la réaction du marché ne prévoit pas en général une extraction des bénéfices privés par le biais de ces opérations. Ensuite, nous avons différencié l'impact de la présence de l'actionnaire de contrôle selon les facteurs favorisant son enracinement notamment les droits de vote, la séparation entre la propriété et le contrôle, la fonction dans l'entreprise, le cumul des fonctions et la signature d'une action de concert. Néanmoins, cette différenciation ne montre pas une réaction spécifique du marché.

Puis, en s'intéressant exclusivement aux opérations diversifiables, nous constatons que lorsque l'actionnaire de contrôle détient des droits de vote supérieurs à ses droits aux bénéfices ou lorsqu'il occupe simultanément les fonctions de directeur général et de président du conseil, le marché devient plus méfiant et réagit plus faiblement, montrant ainsi la présence potentielle de bénéfices privés. Dans le contexte de la propriété familiale, les pyramides ou les actions de concert semblent être des facteurs nuisibles à la performance à court terme, alors que, l'accroissement des droits de votes détenus par l'actionnaire familial représente un bon signal sur des projets de fusions-acquisitions prometteurs. Enfin, dans le cas où l'actionnaire de contrôle détient une faible part dans le capital, la présence d'autres actionnaires importants est créatrice de valeur faisant preuve ainsi de l'efficacité de leur contestation des projets d'acquisitions peu judicieux.

Enfin, les résultats de cet essai montrent également la supériorité des performances réalisées par les entreprises contrôlées par les actionnaires financiers; tandis que seules les entreprises contrôlées par l'Etat réalisent des performances négatives.

La prime d'acquisition était largement considérée comme une estimation des bénéfices privés de contrôle dans le cadre des transactions privées de blocs d'actions. Dans le troisième essai, nous avons supposé que la prime peut, dans certains cas, refléter les bénéfices privés de contrôle dans le contexte des opérations de rapprochement à caractère public. Dans le cadre de notre analyse où les décisions sont, à priori, émises par l'actionnaire de contrôle, nous avons considéré que la prime d'acquisition est positivement liée avec les indicateurs d'enracinement de cet actionnaire. Sur un échantillon de 210 opérations de fusions-acquisitions initiées par des entreprises acquéreuses appartenant à treize pays européens (Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni), nous avons montré que la prime d'acquisition est positivement associée à des niveaux élevés des droits de vote, ainsi qu'au niveau de séparation entre la propriété et le contrôle dans le cas où la part des droits aux bénéfices détenue par l'actionnaire de contrôle est faible. Les structures pyramidales représentent le mécanisme de séparation le plus associé à la prime d'acquisition.

Il ressort de ces trois essais, notamment des cas réels du premier essai et des résultats du deuxième et du troisième essai, que le transfert de la richesse de l'entreprise vers les actionnaires de contrôle par le biais des opérations de fusions-acquisitions est un phénomène qui existe dans des cas spécifiques. Les résultats confirment particulièrement l'aspect nuisible des structures pyramidales à la performance des acquisitions et leur implication dans l'incitation à l'extraction des bénéfices privés de contrôle. Ces résultats peuvent, alors, pousser la législation en vigueur à être plus vigilante à l'égard des opérations de fusions-acquisitions initiées par des entreprises issues d'une pyramide et ceci dans le but de donner plus de confiance aux actionnaires minoritaires.

Bien qu'elle mette en évidence des liens entre les facteurs influençant l'enracinement de l'actionnaire de contrôle et certains indicateurs financiers, cette thèse présente des limites et ouvre des voies de recherches futures.

## Les limites de la recherche

La première limite porte sur la non prise en compte de certaines variables de contrôle très utilisées dans les travaux relatifs aux opérations de fusions-acquisitions. Dans notre étude empirique qui s'intéresse à la performance à court terme (deuxième essai), nous n'avons pas inclus le mode de paiement, la taille relative de la cible, la présence d'autres acquéreurs concurrents et l'hostilité de l'offre. Le mode de paiement était disponible que pour 177 opérations (le 1/3 de l'échantillon), et ce à partir des bases de données Thomson One Banker et Zephyr. L'analyse au cas par cas à partir de différents sites (AMF- Factiva - Google) ne fournit pas, dans la plupart du temps, des informations sur le mode de paiement. Les données sur le total actif de la cible n'ont été fournies que pour 76 cibles. Nous rappelons que plus de 91% de nos cibles sont des entreprises non cotées et plus de la moitié sont des entreprises étrangères. Les recherches dans d'autres sources n'ont pas permis d'obtenir les informations souhaitées, par exemple, la base Diane qui offre des données sur plus de 800000 entreprises françaises n'a même pas fourni la moitié des données manquantes pour les cibles françaises. Parmi les 531 opérations de fusions-acquisitions, deux seulement présentent plus d'un seul acquéreur. Enfin, la variable se rapportant à l'hostilité de l'offre est fortement corrélée à la variable relative à la part acquise dans la cible, nous avons privilégié cette dernière compte tenu de son impact significatif sur la performance à court terme.

Une deuxième limite concerne le contrôle de l'entreprise acquéreuse. Même s'il est basé sur des études antérieures et sur l'absence d'une vraie notion de contrôle, le seuil de contrôle de 25% n'a aucun fondement légal. Aussi, tout actionnaire détenant moins de 50% des votes, ne bénéficie pas nécessairement du contrôle absolu de l'entreprise. De plus, la méthode de Claessens et al. (2000) et Faccio et Lang (2002), choisie pour calculer les droits de vote et les droits aux bénéfices de l'actionnaire de contrôle, présente l'inconvénient de ne pas tenir compte du nombre des entreprises liant l'actionnaire de contrôle à l'entreprise acquéreuse. Dans ce cas, nous ne pourrions pas distinguer l'effet d'un contrôle indirect établi seulement à partir d'une entreprise intermédiaire notamment une holding, de l'effet d'un contrôle pyramidal à plusieurs échelons. Cependant, cette méthode est très utilisée dans les études qui s'intéressent à l'actionnariat.

La destruction ou la création de valeur a été estimée à l'aide de la méthodologie des études d'événements. Cette méthodologie nécessite de poser préalablement l'hypothèse de l'efficience des marchés. Selon la forme semi-forte, qui semble être plus conforme à la réalité financière, cette hypothèse suggère que toute l'information disponible doit être rapidement intégrée dans le cours boursier. Ce dernier incorpore systématiquement toute anticipation de changement de valeur générée par l'annonce de l'opération. La méthodologie des études d'événements suppose, alors, que tous les investisseurs sont capables d'anticiper rationnellement toutes les conséquences futures de l'opération à la date de l'annonce. Cependant, la complexité des opérations de fusions-acquisitions fait que certaines informations importantes ne sont pas divulguées à la date de l'annonce, ce qui génère une réaction tardive du marché. Mais aussi, en cas de fuites d'informations, des rumeurs concernant les détails de l'offre peuvent circuler avant la date de l'annonce causant ainsi une réaction prématurée. A cet égard, le choix de la fenêtre d'événement est toujours critiquable dans la mesure où il est probable que la date d'annonce ne capte pas nécessairement la réaction ponctuelle du marché. Néanmoins, la méthodologie des études d'événements est largement utilisée dans la recherche en Finance et notamment dans des études très récentes (Rombouts et Stentoft (2011); Jian et Lee (2011); Fich et al. (2011)).

En ce qui concerne les indicateurs financiers de l'opportunisme de l'actionnaire de contrôle, nous rappelons qu'il ne s'agit pas d'indicateurs directs ou de mesures parfaites de la richesse déviée. Par exemple, la destruction de valeur suite à l'annonce d'une acquisition peut être causée par une forte asymétrie d'information entre l'actionnaire de contrôle et les autres actionnaires particulièrement lorsque le paiement est effectué en titres. Dans ce cas, la réaction faible ou négative du marché n'implique pas nécessairement une éventuelle extraction illégitime de la richesse. De même, une anticipation de l'extraction illégitime de la richesse peut ne pas provoquer une destruction de valeur dans le cas où l'opération de regroupement est clairement prometteuse pour l'entreprise acquéreuse. Le paiement d'une prime excédentaire n'indique pas aussi nécessairement une éventuelle extraction illégitime de la richesse. D'autres facteurs peuvent également faire hausser le montant de la prime comme les erreurs de prévisions

des synergies futures, la présence d'autres acquéreurs potentiels concurrents, la sous-évaluation de la cible, la contestation de l'offre de la part de l'équipe dirigeante de la cible et l'existence de grandes potentialités de création de valeur.

Enfin, la période utilisée dans la deuxième étude empirique n'est pas récente (1994-2001), par conséquent, l'adaptation de nos résultats dans le contexte européen actuel peut s'avérer inadéquate. Nous constatons, par ailleurs, que les changements dans la réglementation des prises de contrôle, établis postérieurement à cette période notamment à partir de la directive européenne concernant les offres publiques d'achat, n'attachent pas une grande importance à la protection des actionnaires minoritaires de l'entreprise acquéreuse. Cette directive vise plutôt la protection des droits des actionnaires minoritaires de la cible principalement en limitant le champ des défenses anti-opa avant et après l'offre et en améliorant, d'une part, les conditions de l'offre obligatoire et, d'autre part, l'évaluation du prix de l'offre.

## **Les prolongements et les voies futures de la recherche**

Notre thèse a examiné l'impact de la présence d'un actionnaire de contrôle dans une entreprise acquéreuse et l'effet de son enracinement dans l'extraction des bénéfices privés par le biais des opérations de fusions-acquisitions. Cet actionnaire peut extraire davantage de bénéfices privés s'il détient des connaissances spécifiques sur la cible. Il peut aussi avoir des intérêts communs avec les actionnaires de la cible dans le cas où il est déjà un actionnaire actif de cette dernière (Albuquerque et Schroth, 2010). Ainsi, il serait intéressant d'analyser les performances et les primes payées dans le cas où l'entreprise acquéreuse est contrôlée par un actionnaire détenant une participation non négligeable dans la cible. Nous supposons, dans ce cas, que la prime d'acquisition serait positivement associée à la part de l'actionnaire de contrôle dans la cible et que la performance de l'entreprise acquéreuse sera amoindrie. De plus, l'actionnaire de contrôle peut décider le renflouement de la cible si elle est en détresse économique. Nous proposons, à cet effet, d'analyser les performances antérieures de la cible.

Nous envisageons également d'examiner l'existence d'un changement de la participation de l'actionnaire de contrôle dans l'entreprise acquéreuse une année avant la transaction. Dans ce cas, il est probable que l'actionnaire de contrôle renforce ses droits de vote lorsqu'il décide d'acquérir une cible pour limiter l'opposition des autres actionnaires, mais, il est probable aussi qu'il réduise sa part dans le capital s'il anticipe que les RAC seront négatives. Par ailleurs, dans le cas d'un actionnariat double, il est probable qu'il accroît sa participation dans la cible afin de profiter davantage de la prime payée (Holmen et Knopmf (2004)).

Selon La porta et al. (1999) et Dyck et Zingales (2004), les bénéfices privés élevés sont associés avec des structures de propriété plus concentrées. Nous proposons, à cet effet, de comparer nos entreprises acquéreuses avec d'autres entreprises similaires (même secteur d'activité, taille semblable) ayant initié une opération de regroupement et ayant un actionnariat plutôt dispersé (Moins de 10% du capital et des droits de vote pour le premier actionnaire) afin de vérifier si ces dernières performant plus ou surpasse moins leurs cibles.

Une autre voie de recherche consisterait à étudier la probabilité de procéder à des opérations de fusions-acquisitions. Faccio et Masulis (2005) constatent que les entreprises ayant un actionnaire important et dont les droits de vote sont au-delà de ses droits aux bénéfices sont plus enclines à s'engager dans des acquisitions. Claessens et al. (1999) montrent qu'une plus grande divergence entre le contrôle et la propriété est plus associée aux opérations de diversification. Nous pouvons nous attendre, alors, à ce que la probabilité de procéder à des opérations de fusions-acquisitions augmente avec la séparation entre le contrôle et la propriété.

## **Bibliographie**

- Albuquerque R et Schroth E, 2010, “Quantifying private benefits of control from a structural model of block trades”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp 33-55
- Bae K, Kang J et Kim J, 2002, “Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance*, vol 57, pp 2695- 2740
- Ben-Amar W et André P, 2006, “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 33, pp 517-543
- Bigelli M et Mignoli S, 2004, “Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System”, *Journal of Management and Governance*, vol 8, pp 373-405
- Buysschaert A, Deloof M et Jegers M, 2004, “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study”, *Journal of Corporate Finance*, vol 10, pp 81-103
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., L. Lang, 1999, “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation”, Working paper
- Claessens S., Djankov S, Fan J et Lang L, 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol 58, p. 81–112.
- Cronqvist H et Nilsson M, 2003, “Agency Costs of Minority Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 38, pp 695-717
- Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Vol. 59, No 2, pp 537-600
- Faccio M et Lang L, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial economics*, vol 65, pp 365-395
- Faccio M et Masulis R, 2005, “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions”, *Journal of finance*, vol 60, pp 1345-1388
- Faccio M et Stolin D, 2006, “Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions” *journal of Business*, vol 79, pp 1413-1444
- Fich E.M, Cai J, Tran A.L, 2011, “Stock Option Grants to Target CEOs During Private Merger Negotiations”, *Journal of Financial Economics*, vol 101, pp 413-43
- Holmen M et Knopf D, 2004, “Minority Shareholder Protection and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 39, pp 167-191

Jian M et Lee K.W, 2011, “ Does CEO Reputation Matter for Capital Investments?” , Journal of Corporate Finance, vol 17, Issue 4, pp 929-946

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A, 1999, “Corporate Ownership Around the World”, Journal of Finance, vol 54, p.471–517

Rombouts V.K. et Stentoft L, 2011, “Multivariate Option Pricing with Time Varying Volatility and Correlations”, Journal of Banking and Finance, vol 35, pp 2267-2281



## Bibliographie générale

- Ahn S, Jiraporn P et Kim Y S, 2010, “Multiple Directorships and Acquirer Returns”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, Issue 9, pp 2011-2026
- Akhigbe A, Madura J et Whyte AM, 2004, “Partial Anticipation and the Gains to Bank Merger Targets”, *Journal of Financial Services Research*, Vol.261, pp 55-71
- Aktas N, De Bodt E et Roll R, 2009, “Learning, Hubris and Corporate Serial Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, pp 543–561
- Aktas N, De Bodt E et Roll R, 2011, “Serial acquirer bidding: An empirical test of the learning hypothesis”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, pp 18–32
- Albouy M, 2002, “Acquisitions, « goodwill » et performance boursière”, *L’expansion Managment Review*, Décembre, pp 72-79
- Albouy M et Bonnet C, 2008, “OPA, OPE et LBO”, *Collection Finance*, Edition Economica, p 348
- Albuquerque R et Schroth E, 2010, “Quantifying private benefits of control from a structural model of block trades”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp 33-55
- Alexandre H et Charreaux G, 2004, “Efficiency of French Privatizations: a Dynamic Vision”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp 467-494
- Alexandre H et Paquerot M, 2000, “Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants”, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3, pp 5-29.
- Allouche J et Amann B, 2002, “L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale”, *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp 109-130
- Amihud Y et Lev B, 1981, “Risk Reduction as a Managerial Motive For Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol.12, pp 605-617
- Andrade G, Mitchell M et Stratford E, 2001, “New Evidence and Perspectives in Merger”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, pp 103-120
- Andres C, 2008, “Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-Family Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp 431-445

Anderson R.C et Reeb D.M, 2003, “Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, Vol. 58, pp1301–1328

Ang J et Kohers N, 2001, “The Takeover Market for Privately Held Companies: the US Experience”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.25, pp 723-748

Arena M et Ferris S, 2007, “When managers bypass shareholder approval of board appointments, evidence from the private security market”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp. 485–510

Atanasov V, 2005, “How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions”, *Journal of Financial Economics*, Vol.76, pp 191-234

Bae K, Kang J et Kim J, 2002, “Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance*, Vol.57, pp 2695- 2740

Baliga R, Moyer C et Rao R, 1996, “CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp 41-53

Barclay M et Holderness C, 1989, “Private Benefits of Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, pp 89-110

Barclay M et Holderness C et Sheehan D, 2001, “Block Pricing Puzzle”, Working paper, Bradley Policy Research Center, University of Rochester, pp 1 -14

Barth E, Gulbrandsen T et Schone P, 2005, “Family Ownership and Productivity: the Role of Owner-Management”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp 107-127

Basu N, Dimitrova L et Paeglis I, 2009, “Family Control and Dilution in Merger”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.33, issue 5, pp 829-841

Baumol W, 1959, “Business Behavior, Value and Growth”, New York: Macmillan

Bebchuk L, 1994, “Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, pp 957-993.

Bebchuk L, Kraakman R et Triantis G, 2000, “Stock Pyramids, Cross Ownership and The Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights”, *National Bureau of Economic Research*, pp 295-315

Belot F, 2010, “Excess Control Rights and Corporate Acquisitions”, 8th International Paris Finance Meeting AFFI

Ben-Amar W et André P, 2006, “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The case of family ownership in Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.33, n°3&4 April, May, pp 517-543

Berger P.G, Ofek E et Yermack D, 1997, “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision”, *Journal of Finance*, Vol.52, pp 1411-1438

Berglöf E et Burkart M, 2003, “European Takeover Regulation”, *Economic Policy*, Vol. 36, pp 172-221

Berle A.A et Means G.C, 1932, “The Modern Corporation and Private Property”, MacMillan, New York.

Bertrand M, Paras M et Sundhill M, 2002, “Ferretting out Tunnelling: An implication to Indian business group”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, pp 121-148

Bessière V, 1999, “Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies”, *Finéco*, Vol.9, n° 1, pp 21-42

Betton, S. and B. E. Eckbo, 2000, “Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoff in Takeovers”, *Review of Financial Studies*, Vol.13, pp 841–882

Betton S, Eckbo E et Thorburn K, 2009, “Merger negotiations and the toehold puzzle”, *Journal of Financial Economics*, Vol.91, pp 158-178

Bigelli M et Mignoli S, 2004, “Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System”, *Journal of Management and Governance*, Vol.8, pp 373-405

Black B.S, 1989, “Bidder Overpayment in Takeovers”, *Stanford Law Review*, Vol. 41, pp 597-660

Bliss R et Rosen R.J, 2001, “CEO Compensation and Bank Mergers”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, pp. 107–138.

Bloch E et Kremp E, 1999, “Ownership and Voting Power”, FEEM Working Paper, N° 62-99

Boehmer E, Musumeci J et Poulsen A, 1991, “Event-Study Methodology Under Conditions of Event Induced Variance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.30, pp 253-272

Bolton P et Ernst-Ludwig V.T, 1998, “Blocks Liquidity and Corporate Control”, *Journal of Finance*, Vol.53, pp 1-25

Boubel A et Pansard F, 2004, “Les investisseurs institutionnels”, collection REPERES, Edition 2004, p91

Boubaker S et Labégorre F, 2006, “Environnement informationnel et structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises”, Finance Contrôle et Stratégie, Vol.9, n° 3, p5-38

Boubaker S et Labégorre F, 2008, “Le recours aux leviers de contrôle : le cas des sociétés cotées françaises”, Finance Contrôle et Stratégie, Vol.11, n°3, p96-124

Bozec R et Laurin L, 2004, “Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés une étude canadienne” Revue Finance Contrôle Stratégie, Vol.7, n°2, pp 123-164

Bozec R et Laurin L, 2008, “Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada”, Journal of Business Finance and Accounting, Vol.35, n°1&2, pp 25–49

Bradley M, Desai A et Kim E, 1988, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring firms”, Journal of Financial Economics, Vol.21, pp 3-40

Bradley M et Sundaram A, 2004, “Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?” Working Paper, Social Science Research Network

Brown SJ et Warner JB, 1985, “Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies”, Journal of Financial Economics, Vol14, pp 3-31,

Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 1997, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," Quarterly Journal of Economics, Vol.112, pp 693-728

Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 2000, “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control”, The journal of finance, Vol. 57, n°2, pp 647-678

Burkart M, Panunzi F et Shleifer A, 2003, “Family Firms”, Journal of Finance, Vol. 58, pp 2167-2202.

Burkart M et Lee S, 2008, “One Share-One Vote: the Theory”, Review of Finance, Vol.12, p1-49

Buysschaert A, Deloof M et Jegers M, 2004, “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp 81-103

Campbell C.J, Cowan A.R et Salotti, 2010, “Multi-Country Event-Study Methods”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, Issue 12, pp 3078-3090

Campa J.M et Hernando I, 2006, “M&As Performance in the European Financial Industry”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.30, n° 12, pp 3367-3392

Carney W.J, 1997, “Large Bank Stockholders in Germany: Saviors or Substitutes?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, n° 4, pp 74

Chang S, 1998, “Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns”, *Journal of Finance*, Vol.53, pp 773-784

Charreaux G et Writz P, 2006, “Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives”, *Edition Economica*, pp. 394

Claessens, S, Djankov S, Fan J et Lang L, 1999, “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation”, *Working paper, World Bank*

Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp 81–112

Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, Vol.57, N 6 December, pp 2741-2771

Coffee J, 2000, “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, Unpublished working paper 158, Columbia Law School, New York.

Coffee J, 2001, “Do norms matter? A cross-country examination of private benefits of control”, Mimeo, Columbia University Law School

Corrado C, 1989, “A Nonparametric Test for Abnormal Security Price Performance in Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, Vol.23, pp 385-395

Core J, Holthausen R et Larcker D, 1999, “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp 371-406

- Cotter J et Zenner M, 1994, “How Managerial Wealth affects the Tender Offer Process.”  
Journal of Financial Economics, Vol.35, pp 63–97
- Cowan A.R, 1992, “Nonparametric Event Study Tests”, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol.2, December, pp 343-358
- Croci E et Petmezas D, 2010, “Minority Shareholders’ Wealth Effects and Stock Market Development: Evidence from Increase in Ownership M&As”, Journal of Banking and Finance, Vol.34, pp 681–694
- Cronqvist H et Nilsson M, 2003, “Agency Costs of Minority Shareholders”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.38, n°4, pp 695-717
- Dahya J, Dimitrov O et McConnell J.J, 2008, “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis”, Journal of Financial Economics, Vol. 87, pp 73-100
- Daniels R.J et Halpern P, 1996, “Too Close for Comfort : The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy”, The Canadian Business Law Journal, Vol. 26, pp 11-62
- DeAngelo H et DeAngelo L, 1985, «Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock», Journal of Financial Economics, Vol.14, pp 33-69
- De La Bruslerie H, 2008, “Equal Opportunity Rule in Transfer of Control: A Signaling Model”, working paper, Université Paris IX Dauphine
- Demsetz H et Lehn K, 1985, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, Journal of Political Economy, Vol.93, pp 1155—1177
- Demsetz H et Villalonga B, 2001, “Ownership Structure and Corporate Performance”, Journal of Corporate Finance, Vol.7, pp 209—333
- Denis D.J, Denis D.K et Sarin A, 1997, “Agency problems, equity ownership and corporate diversification”, Journal of Finance, Vol.52, pp 135-160
- Desai A, Kroll M et Wright P, 2003, “CEO Duality, Board Monitoring and Acquisition Performance: A Test of Competing Theories”, Journal of Business Strategies, Vol.20, pp 137-156

Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2008, “The law and economics of self-dealing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp 430–465

Doidge C, Karolyi A et Stulz, R.M, 2004, “Why do countries matter so much for corporate governance?”, Unpublished working paper 502004. European Corporate Governance Institute. Bruxelles, Belgium.

Dong M, Hirshleifer D, Richardson S et Teoh S.H, 2006, “Does investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance*, Vol.61, pp 725-762

Draper P et Paudyal K, 2006, “Acquisitions: Private versus Public”, *European Financial Management*, Vol.12, n°1, pp 57–80

Dumontier P et Humbert M, 1996, “Les acquisitions d’entreprises: étude des déterminants de l’enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreuses”, *Communication, Journées internationales de finance de l’AFFI*

Dumontier P et Pecherot-Petit B, 2002, “Determinants of Returns of Acquiring Firms around Tender Offer Announcements: Evidence from French Control-Oriented and Parent-Subsidiary Offers”, Working paper, Social Science Research Network

Durnev A et Kim E.H, 2005, “To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp 1461–1493.

Dyck A et Zingales L, 2002, “The corporate governance role of the media”, *CEPR Discussion Papers* 3630,

Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Vol.59, n° 2, pp 537-600

Easterbrook F.H et Fischel D, 1983, “Voting in corporate law”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp 395–428

Easterbrook F et Fischel D, 1996, “The Economic Structure of Corporate Law”, *Havard University Press Paperback editions*, - pages 386

Eckbo E et Thorburn K, 2000, “Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.35, p 1-25

Eckbo E, 2009, “Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, pp149–178

Edwards J et Weichenrieder A, 2009, “Control rights, pyramids and the measurement of ownership concentration”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 72, pp 489-508

Eisenberg T, Sundgren S et Wells, M, 1998, “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp 35–54

Faccio M et Lasfer M, 1999, “Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence”, working paper, National Bureau of Economics and Research

Faccio M, Lang L et Young L, 2001 “Dividends and expropriation”, *American Economic Review*, Vol.91, pp 54-78

Faccio M et Lang L, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, n°65, pp 365-395

Faccio M et Stolin D, 2006, “Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions”, *Journal of Business*, Vol.79, pp 1413-1444

Faccio M, McConnell J.J et Stolin D, 2006 b, “Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, n°1, pp 197-220

Faleye O et Huson M, 2002, “Understanding Acquisition Returns: The Role of Corporate Governance”, University of Alberta Working Paper

Fama E, Fisher L, Jensen M.C et Roll R.W, 1969, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, Vol.10, pp 1-21

Fama E et Jensen M, 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Finance*, Vol.26, pp 1-31

Fich E.M, Cai J, Tran A.L, 2011, “Stock Option Grants to Target CEOs During Private Merger Negotiations”, *Journal of Financial Economics*, Vol.101, pp 413-43

Finkelstein S et D’Aveni R.A, 1994, “CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command”, *Academy of Management Journal*, Vol.37, pp 179-1108



Flanagan D et O'Shaughnessy K, 2003, "Core-related Acquisitions, Multiple Bidders and Tender Offer Premiums", *Journal of Business Research*, Vol.56, pp 573– 585

Fuerst O et Kang S, 2000, "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", working paper, Yale School of Management, New Haven, CT

Fuller K et Stegemoller M, 2002, "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us: Evidence From Firms that make many acquisitions?", *Journal of Finance*, Vol.57, n°4, pp 1763-1793

Gadhoun Y, Larry H et Young L, 2005, "Who Controls us?", *European Financial Management*, Vol.11, pp 339–363

Gianfrate G, 2007, "What Do Shareholders' Coalition Really Want? Evidence from Italian Voting Trusts", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.15, pp 122-132

Ginglinger E, 2002, "L'actionnaire comme contrôleur", *Revue Française de Gestion*, n°141, pp 37-55

Ginglinger E et Hamon J, 2007, "Ownership, Control and Market Liquidity", *Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper*

Gondhalekar V, Sant R, Ferris S, 2004, "The price of corporate acquisition: determinants of takeover premia". *Applied Economics Letters*, Vol.11, pp 735-739

Grossman S et Hart O, 1980, "Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp 42–69.

Grossman S et Hart O, 1988, "One Share One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 175–202

Grinstein Y et Hribar P, 2004, "CEO compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses", *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 119–143.

Gugler K et Yurtoglu B.B, 2003, "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review*, Vol.47/4, pp 731-758

Hagendorff J, Collins M et Keasey K, 2008, "Investor Protection and the Value Effects of Bank Merger Announcements in Europe and the US", *Journal of Banking and Finance*, Vol.32, pp 1333-1348

Hamza T, 2009, “La performance à court et à long terme de l’acquéreur : l’impact de la détention d’une position de contrôle”, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.12, n° 1, pp 33-65

Harford J et Li K, 2007, “Decoupling CEO wealth and Firm Performance: the Case of Acquiring CEOs”, *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 917–949.

Hart O, 1995, “Firms, Contracts and Financial Structure”, Oxford, U.K.: Oxford University Press.

Hayward M, 2002, “When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990–1995”, *Strategic Management Journal*, Vol.23, pp 21–39

Haw I-M, Hu B, Hwang L.S et Wu W, 2004, “Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, pp 423-462.

Healy P, Palepu K et Ruback R, 1992, “Does Corporate Performance Improve after Mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol.31, n° 2, pp 135-175

Hermalin B.E et Weisbach M.S, 1991, “The Determinants of Board Composition”, *The Rand Journal of Economics*, Vol.19, n°4, pp 589-606

Himmelberg C, Hubbard G et Palia D, 1999, “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.53, pp 353-84

Hitt M, Harrison J.R, Ireland R.D et Best A, 1998, “Attributes of successful and unsuccessful acquisition of U.S. firms”, *British Journal of Management*, Vol.9, pp 91–114

Holderness C, 2003, “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, *Economic Policy Review*, issue Apr, pp 51-64

Holderness C, Randall K et Dennis S, 1999, “Were the Good Old Days that Good? Changes in the Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”, *Journal of Finance*, Vol.54, pp 435-469

Holderness C, Sheehan D, 2000, “Constraints on Large-Block Shareholders”, in *Concentrated corporate ownership NBER*, university of Chicago Press

Holderness C, 2003, "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review*, issue Apr, pp 51-64

Holmen M et Knopf D, 2004, "Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, pp 167-191

Holmstrom B, 1979, "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 74-91.

Huber P.J, 1967, "The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions", In *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* Berkeley, CA: University of California Press, Vol.1, pp 221-233

Jarrell G.A, Brickley J.A et Netter J.M, 1988, "The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980", *Journal of Economics Perspectives*, Vol.2, pp 21-48

Jarrell G.A et Poulsen A.B, 1989, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from three Decades", *Financial Management*, Vol.18, pp 12-19

Jensen M, 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol.76, n° 2, pp 323-339

Jensen M, 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol.48, n°3, pp 831-880

Jensen M et Meckling W, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp 305-360.

Jian M et Lee K.W, 2011, "Does CEO Reputation Matter for Capital Investments?", *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, Issue 4, pp 929-946

Johnson S, La Porta, R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2000, "Tunnelling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol.90, pp 22-27

Kahan M, 1993, "Sales of Corporate Control", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 9, pp 368-379

Kang JK, 1993, "The International Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol.34, pp 345-371

Kaplan S.N et Minton B, 1994, "Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for managers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp 225-258.

Kisgen D, Qian J et Song W, 2009, "Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol.91, pp 179-207

Kohers N et Kohers T, 2001, "Takeovers of Technology Firms: Expectations vs Reality", *Financial Management*, Vol.30, n° 3, pp 35-54

Kusnadi Y et Mak YT, 2005, "Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.13, pp 301-318

La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 1997, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp 1131-1150

La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol.106, pp 1113-1150

La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol.54, pp 471-517

La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 2000, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp 3-27

La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Schleifer A et Vishny R, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol.57, pp 1147-1170

La Porta R., Lopez-de-Silanes F et Schleifer A, 2006, "What Works in Securities Laws?", *Journal of Finance*, Vol. 61, pp 1-32

Laamanen T, 2007, "On the role of acquisition premium in acquisition research", *Strategic Management Journal*, Vol.28, pp 1359-1369.

Laeven L et Levine R, 2008, "Complex Ownership Structures and Corporate Valuations", *Review of Financial Studies*, Vol.2, pp 579-604

Lang L, Stulz, R et Walkling R, 1991, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, Vol.29, pp 315-335

Lank A, 1992, “Les entreprises familiales européennes : espèce en voie de disparition ou puissants acteurs économiques”, *Revue Economique et Sociale*, n° 3, pp 157-168

Lauterbach B et Yafeh Y, 2011, “Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, pp 215-228

Le Maux J, 2007, “Les primes de transactions de blocs en Europe”, papier de recherche <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/98.pdf>

Leuz C, Nanda D et Wysocki P.D, 2002, “Earnings management and investor protection : An interantional comparison”, Sloan Working paper 4225-01 , MIT Sloan School of Management

Lewellen W.G, Loderer C et Rosenfeld A, 1989, “Mergers Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.24, pp 459-472

Lehman E et Weigand J, 2000, “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany”, *European finance Review*, Vol.4, pp 157-195

Lins K et Servaes H, 2002, “Is Corporate Diversification Beneficial In Emerging Markets?”, *Financial Management*, Vol.31, pp 5-31

Loughran T et Vijh A.M, 1997, “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol.52, n°5, pp 1765–1790

Maloney M.T, McCormick R.E et Mitchell M.L, 1993, “Managerial Decision Making and Capital Structure”, *Journal of Business*, Vol.66, pp 189–217

Maquieira C, Megginson W et Nail L, 1998 “Wealth Creation versus Wealth Redistribution in Pure Stock-for-Stock Mergers”, *Journal of Financial Economics*, Vol.48, n° 1, pp 3-33

Masulis R, Wang C et Xie F, 2007, “Corporate Governance and Acquirer returns”, *Journal of Finance*, Vol.62, n°4, pp 1851-1889

Matvos G et Ostrovsky M, 2008, “Cross-ownership, returns and voting in mergers”, *Journal of Financial Economics*, Vol.89, 391–403

Maury B et Pajuste A, 2005, “Multiple Large Shareholders and Firm Value”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, pp 1813–1834

McConnel J et Servaes H, 1990, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol.39, pp 131-157

Mikkelson W et Regossa H, 1991, “Premiums paid in block transactions”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 12, pp 511-51

Moeller S.B, Schlingemann P.F et Stulz R.M, 2004, “Firm Size and the Gains from Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, Vol.73, n°2, p201-228

Moeller S.B, Schlingemann P.F et Stulz R.M, 2005, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, Vol.60, n° 2, pp 757-782

Morck R, Shleifer A et Vishny R, 1990, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol.45, No 1, pp 31-48

Morck R, Shleifer A et Vishny R, 1988, “Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis”, Vol.20, pp 293-315

Nenova T, 2003, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp 325–351

Nicodano G et Sembenelli A, 2004, “Private benefits, block transaction premiums and ownership structure”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 13, pp 227–244

Palmon O et Wald J, 2002, “Are Two Heads Better than One: The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, pp 213-226

Perez-Gonzalez F, 2006, “Inherited Control and Firm Performance”, *American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, pp 1559-1588

Phélizon C, 2001, “L’impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif d’acquisition”, *Revue d’économie financière*, n° 61, pp 139-151

Poulsen T, 2011, "Private benefits in corporate control transactions", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp 52-58

Rechner P et Dalton D, 1991, "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol.12, pp 155-160

Renneboog L, 2000, "Ownership, managerial control and the corporate governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp 1959–1995

Roll R, 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, Vol.59, pp 197-216

Rombouts V.K. et Stentoft L, 2011, "Multivariate Option Pricing with Time Varying Volatility and Correlations", *Journal of Banking and Finance*, Vol.35, pp 2267-2281

Rossi S et Volpin P.F, 2004, "Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp 277-304

Ruiz-Mallorquí M.V et Santana-Martín D.J, 2011, "Dominant institutional owners and firm value", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, pp 118–129.

Schatt A et Mpasinas T, 2005, "Peut-on expliquer l'amplitude des primes d'acquisition ? Le cas des entreprises de haute technologie cotées au NASDAQ", *Banque & Marchés*, n°76, pp 52-60

Schwert W, 2000, "Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?", *Journal of Finance*, Vol.57, n°6, pp 2599-2640

Sharma S.D et Ho J, 2002, "The Impact of Acquisition on Operating Performance: Some Australian Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.29, n° 1&2, pp 155-200

Shim J et Okamuro H, 2011, "Does Ownership Matter in Mergers? A Comparative Study of the Causes and Consequences of Mergers by Family and Non-Family Firms", *Journal of Banking and Finance*, Vol.35, pp 193–203

Shleifer et Vishny, 1986 "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp 461–488

Shleifer A et Vishny R, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol.52, pp 737-783

Shleifer A et Wolfenzon D, 2002, “Investor Protection and Equity Markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp 3-27

Short H et Keasey K, 1999, “Managerial Ownership and the Performance of Firm: The UK Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, pp 79-101

Slusky A et Caves R, 1999, “Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers”, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 39, No. 3, pp 277-296

Smith B.F et Amoako-Adu B, 1994, “A Comparative Analysis of Takeovers of Single and Dual Class Firms”, *Financial Review*, Vol. 29, pp 23-47

Srinidhi B, Lim C.Y et Hossain M, 2009, “Effect of Country-level Legal, Extra-legal and Political Institutions on Auditing: A Cross-country Analysis of Auditor Specialization Premium”, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 5, pp 34-46

Stiglitz J, 1985, “Credit markets and the control of capital”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 17, pp 133–152

Stulz R, 1988, “On Takeover Resistance, Managerial Discretion and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 25–54.

Stulz R et Williamson R, 2001, "Culture, Openness, and Finance", NBER Working Papers 8222

Thaddée Nlemvo Ndonzuau F, 2000, “Le cumul des fonctions de président et de directeur général : quel effet sur la performance ? ”, *Revue Française de Gestion*, n° 128, pp 4-15

White H, 1980, “A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity”, *Econometrica*, Vol.48, pp 817–830

Williams A et Siegel D, 1997, “Event studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, *Academy of Management Journal*, Vol.40, n°3, pp 626-657

Wolfenzon D, 1999, “A Theory of Pyramidal Structures”, Harvard University, mimeo, February



Yen T et André P, 2007, “Ownership Structure and Operating Performance of acquiring firms: The case of English-origin countries”, *Journal of Economics and Business*, Vol.59, pp 380-405

Yermack D, 1996, “Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp 185–211

Zaabar R, 2005, “Contestabilité du contrôle et performance des entreprises européennes”, *Banque & Marchés*, Vol. 76, pp 39-52

Zingales et Luigi, 1994, “The Value of the Voting Right: a study of the Milan Stock Exchange”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, pp 125-148.

Zwiebel J, 1995, “Block Investment and Partial Benefits of Control”, *Review of Economic Studies*, Vol.62, p161-185