

**LES CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES
DÉTERMINANTES DANS LA SÉLECTION
DES CIBLES D'OPA**

Anne Heldenbergh
Université de Mons-Hainaut
Service E.G.E.
Centre de Recherche Warocqué
Anne.Heldenbergh@umh.ac.be

LES CARACTERISTIQUES FINANCIERES DETERMINANTES DANS LA SELECTION DES CIBLES D'OPA

Anne Heldenbergh
Université de Mons-Hainaut
Service E.G.E.
Centre de Recherche Warocqué
Anne.Heldenbergh@umh.ac.be

1. INTRODUCTION

L'ampleur des fusions et acquisitions qui se sont déroulées ces dernières années est remarquable tant en nombres qu'en montants consacrés aux opérations. Nos économies occidentales ont connu de profondes restructurations dont les instruments ont souvent été des fusions ou des acquisitions et parfois plus particulièrement des OPA. Rien d'étonnant alors à ce que le thème des offres publiques d'acquisition et plus largement des fusions et acquisitions soit depuis quelques années (et encore aujourd'hui) un sujet qui retient l'attention des chercheurs. L'engouement croissant pour ce thème a révélé un vaste champ d'investigation et de réflexions tant théorique qu'empirique en finance.

Parmi les résultats notables auxquels aboutit cette abondante recherche consacrée aux fusions et acquisitions, figure un paradoxe : dans la plupart des cas, les opérations de rapprochement ne permettent pas à leurs initiateurs de s'enrichir. Ce paradoxe des fusions et acquisitions apparaît sur les différents marchés occidentaux étudiés. L'annexe 5 présente de façon très synthétique les principaux résultats d'une vingtaine de travaux empiriques menés sur des échantillons d'OPA aux USA, au Royaume-Uni et en France.

Malgré la pléthore d'études consacrées au thème, très peu de travaux se sont intéressés au marché belge des fusions et acquisitions. Nous avons relevé les travaux relativement anciens de Gagnon, Brehain, Broquet et Guerra (1982) qui traitent des fusions belges et les publications plus récentes de Van Hulle et collaborateurs (1991a, 1991b, 1997). Ces chercheurs qui se sont intéressés aux O.P.A. belges obtiennent notamment des résultats en termes d'efficacité des opérations qui sont similaires à ceux mis en évidence sur d'autres marchés : globalement les opérations ne permettent pas d'enrichir leur initiateur.

Cette contribution propose d'examiner le profil financier au sens large d'un échantillon de cibles belges d'O.P.A. et d'essayer de comprendre ce qui dans ce profil est susceptible d'attirer les candidats acquéreurs.

2. LA RECHERCHE EMPIRIQUE ANTÉRIEURE

Gagnon, Brehain, Broquet et Guerra (1982) ont étudié 62 cibles et 38 entreprises acquéreuses intervenant dans des fusions réalisées entre 1960 et 1972 entre sociétés cotées à la Bourse de Bruxelles. Même si il fut légèrement limité par des questions de disponibilité de données, l'échantillon retenu par les auteurs est proche de la population des fusions sur le marché belge pour la période étudiée.

Les travaux orchestrés par la chercheuse Van Hulle (Van Hulle, Vermaelen, de Wouters, 1991a, Van Hulle, 1991b) sont fondés sur l'exploitation d'un échantillon de 86 O.P.A. (40 O.P.A. directes et 46 offres consécutives à une transaction privée) et 82 fusions qui ont eu lieu de 1970 à 1985 en Belgique. La reconstitution de paires complètes (cible/offrant) fut fortement perturbée par la présence importante de sociétés étrangères et par les fréquentes suspensions de cotations autour de la date d'annonce de l'offre. Les analyses menées sur les couples complets sont limitées à l'exploitation d'échantillons réduits à 26 paires pour les O.P.A. et à 32 couples pour les fusions.

En 1997, Van Hulle poursuit ses travaux antérieurs : elle travaille cette fois sur un échantillon de 49 cibles et un autre de 28 acquéreurs impliqués dans une O.P.A. en Belgique sur la période 1985-1995. Elle exclut les O.P.A. sur certificats immobiliers, les rachats d'actions propres par O.P.A. et les offres contrées, ce qui restreint considérablement¹ la population d'opérations étudiées. Sur cette base, l'auteur parvient à reconstituer 14 paires complètes cible/acquéreur.

Les différents auteurs qui ont étudié les O.P.A. ou plus largement les fusions et acquisitions en Belgique ont choisi d'utiliser la méthodologie de l'étude d'événement. La disponibilité des données boursières réduite par les suspensions de cotation généralement de courte durée mais néanmoins nombreuses et la taille des échantillons limitée notamment par la petite taille de la population d'opérations contraignent les différentes équipes de recherche à employer des rendements mensuels.

Gagnon, Brehain, Broquet et Guerra appliquent en plus une variante du calcul

¹ A titre indicatif, on peut mentionner que sur les 201 O.P.A. qui se sont déroulées de 1990 à 1996 en Belgique, environ 40% des opérations visent des certificats immobiliers, des actions propres ou sont contrées.

aux vendeurs.

Gagnon, Brehain, Broquet et Guerra déplorent cependant les biais inévitables que contiennent leurs données et qui atténuent l'impact des fusions sur leur mesure des taux de rendement autour de la date d'annonce. De plus, ils soulignent l'importance du choix du modèle de régression et admettent que, selon le modèle utilisé, les résultats peuvent différer (même si les principales tendances convergent), ce qui fragilise les conclusions obtenues.

L'équipe Van Hulle, Vermaelen et de Wouters montre que les opérations d'O.P.A. bénéficient directement aux actionnaires des cibles alors qu'elles semblent légèrement affaiblir les offrants.

Dans le cas des fusions, tant les entreprises acquises que les entreprises acquéreuses réalisent des rendements anormaux négatifs le mois de l'approbation de l'opération mais les auteurs précisent que l'échange de titres qui fondent la plupart des fusions belges a déjà eu lieu et dès lors perturbe ces résultats. Postérieurement à la fusion, les rendements anormaux cumulés de la nouvelle entité ne sont pas significativement différents de zéro.

Dans son étude publiée en 1997, Van Hulle travaille exclusivement sur la période qui précède l'O.P.A., faute de cotations en nombre suffisant pendant la période d'offre. Ses résultats montrent que les O.P.A. profitent davantage aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur. Cependant l'auteur précise que les résultats sont rarement statistiquement significatifs car les échantillons sont trop petits. Malgré cela, Van Hulle explique que la vision anglo-saxonne des O.P.A. disciplinaires ne colle pas à la réalité belge. Les changements de contrôle n'influencent pas les rentabilités anormales enregistrées par les acteurs des O.P.A. Par contre, ce qui affecte ces rentabilités, c'est la nature des sociétés concernées. Les holdings acquéreurs laissent moins de rendements à leur cible mais paient plus de prime si leur cible est elle-même un holding.

Les conclusions de ces différentes études consacrées au marché belge des fusions et acquisitions coïncident avec les résultats globaux mis en évidence sur d'autres marchés. D'une manière générale, les travaux relatifs aux fusions et acquisitions montrent que les opérations profitent aux actionnaires des cibles alors que leurs effets sont pratiquement nuls pour les actionnaires de l'initiateur des fusions et acquisitions. La Belgique n'échappe pas au constat de ce paradoxe.

classique des rendements anormaux: ils travaillent à la fois directement sur les rendements et sur les volumes de transactions mesurés mensuellement pour chaque entreprise impliquée dans les fusions et acquisitions. Ces volumes sont rapportés au nombre d'actions cotées.

Le tableau suivant présente les résultats synthétiques des travaux sur les O.P.A. et les fusions du marché belge.

TABLEAU SYNOPTIQUE DES EFFETS PATRIMONIAUX DES PRISES DE CONTROLE

AUTEURS	ACTIONNAIRES DE LA CIBLE	ACTIONNAIRES DE L'INITIATEUR
GAGNON BREHAIN BROQUET GUERRA (1982)	10 mois avant la date d'annonce de la fusion, le volume des titres échangés de la cible augmente. Le taux de rendement des titres de la future cible s'accroît également pendant les 10 mois qui précèdent l'opération.	10 mois avant la fusion, les volumes échangés s'accroissent (moins fort que pour la cible). Les effets sur le taux de rendement sont existants mais moins marqués du côté initiateur que du côté cible.
VAN HULLE VERMAELEN de WOUTERS (1991) VAN HULLE (1991)	Ensemble des cibles O.P.A.: +37,6% [-6m.,0m.] Cibles d'O.P.A. directes : 29% [-6m.,0m.] Cibles d'O.P.A. consécutives : +46% [-6m.,0m.] Cibles de fusions : rendements anormaux négatifs le mois de l'approbation	Ensemble des offrants : CAR négatifs mais non significativement différents de zéro Offrants d'O.P.A. directes : -3,7% [-6m.,-3m.] Offrants en cas de fusions : rendements anormaux négatifs le mois de l'approbation
VAN HULLE (1997)	+15% et +12% respectivement 6 mois et 1 mois avant l'O.P.A. si l'offrant est un holding +39% et +8% respectivement 6 mois et 1 mois avant l'O.P.A. si l'offrant n'est pas un holding	-2,2% et +1,2% respectivement 6 mois et 1 mois avant l'O.P.A. si l'offrant est un holding +11% et +0,3% respectivement 6 mois et 1 mois avant l'O.P.A. si l'offrant n'est pas un holding

Les conclusions des travaux de Gagnon, Brehain, Broquet et Guerra indiquent que le marché belge des fusions se comporte globalement de la même manière que les marchés américains et britanniques. Les auteurs relèvent que les effets de la fusion se font davantage sentir du côté de la cible que du côté de l'entreprise absorbante. Il semble que les fusions sur le marché belge soient le plus souvent motivées par la volonté de réaliser des synergies, qu'elles visent des cibles offrant de faibles rendements à leurs actionnaires et qu'elles soient initiées par des entreprises performantes. Autre élément commun à cette étude et à d'autres travaux empiriques américains et britanniques : la plus grande partie des gains des fusions est attribuée

3. OBJECTIFS DE NOTRE CONTRIBUTION

Sans prétendre résoudre le paradoxe de l'acquéreur qui initie des opérations qui ne lui permettent pas de créer de la valeur à son profit, nous proposons d'étudier sous un angle original un échantillon récent de cibles belges et de mettre en évidence les caractéristiques financières de ces entreprises, caractéristiques qui pourraient attirer l'acquéreur. Il s'agit de voir quels pourraient être les facteurs d'attrait de ces cibles. Une confrontation directe des cibles et de leur acquéreur pourrait apporter des éléments complémentaires dans la compréhension du paradoxe de l'acquéreur.

L'utilisation de données boursières semble restreindre fortement la possibilité de reconstituer un nombre suffisant de paires complètes cible/acquéreur. De plus, les fréquentes suspensions de cotation en période d'O.P.A. contraignent les chercheurs à employer des rendements mensuels, ce qui rend l'analyse moins fine. Nous proposons donc d'exploiter une source de données différentes.

4. METHODOLOGIE ET ECHANTILLON

Si l'on écarte les données boursières pour appréhender l'analyse du marché belge des O.P.A., il reste essentiellement à notre disposition les données comptables. Ce sont ces dernières qui seront utilisées ici malgré les nombreuses réserves que leur usage impose. L'utilisation de données comptables exclut de notre analyse les petites entreprises (rarement concernées par une O.P.A.) et les entreprises des secteurs banques-assurances (qui, de toute façon, présentent des structures bilantaires fondamentalement différentes de celles des entreprises industrielles et commerciales, ce qui n'aurait pas permis un traitement simultané).

Nous avons choisi d'établir le profil financier au sens large des cibles belges d'O.P.A. Pour identifier leurs spécificités, nous avons travaillé avec deux échantillons: un échantillon de cibles et un échantillon de contrôle. La technique statistique utilisée permet de comparer l'échantillon de cibles à l'échantillon de contrôle. Chaque cible dispose d'un élément de paire dans l'échantillon de contrôle. Le profil de la jumelle doit être le plus ressemblant possible à celui de la cible appariée.

En nous basant sur les critères de construction retenus dans d'autres études consacrées au même thème (Caby, 1994) ou à des problématiques proches (Comblé, 1994 pour les LMBO et Sapusek, 1998 pour les IPO), nous avons sélectionné les jumelles en fonction de leur appartenance sectorielle fine (code NACE nomenclature de 1970 à 3 chiffres) et de leur taille mesurée par le total bilantaire (fourchette de plus

ou moins 20% autour du total bilantaire de l'entreprise à appairier).

Pour mettre en évidence les caractéristiques vraisemblablement induites par l'état de cible, nous avons choisi d'employer des tests de comparaison d'observations appariées. Nous avons utilisé un test statistique qui sert à comparer des observations appariées (test de la norme française homologuée : NF X 06-066). Il s'agit de calculer pour chaque variable étudiée, les différences entre les deux éléments des paires. L'hypothèse à tester est que ces différences sont nulles avec comme hypothèse alternative l'existence de différences (tests bilatéraux). Le gros avantage de cette méthode est que la normalité des distributions que l'on cherche à comparer n'est pas requise². Or comme le montrent Ooghe et Van Wymeersch (1990), peu de ratios (et ce sont bien des ratios que nous utiliserons majoritairement) sont distribués normalement.

Le test de comparaison est en fait pratiqué sur la moyenne des différences entre valeurs appariées. Dès lors, surtout dans le cas où l'on dispose de moins de 30 observations, il est recommandé d'éliminer les différences aberrantes. Dans le cas qui nous préoccupe, une différence exceptionnellement grande en valeur absolue pourrait être due à un élément isolé, indépendant du caractère de cible dont on souhaite mesurer l'effet. Un test de Cochran permet d'écarter les valeurs aberrantes.

Une remarque essentielle est à formuler ici. Il est primordial de garder à l'esprit que nous sommes soumis par la technique du pairage, aussi fine soit-elle, à l'hypothèse implicite d'équivalence qualitative entre les comptabilités des entreprises cibles et non-cibles, ce qui évidemment devrait idéalement faire l'objet d'une démonstration. Ce point n'est pas complètement négligeable puisque par exemple si certaines entreprises deviennent des cibles parce qu'elles apparaissent à leurs "prédateurs" comme sous-évaluées, cela peut résulter des options comptables qui produisent cette sous-évaluation.

Le choix de la jumelle non-cible associée à la cible est aussi essentiel. Il y a lieu de s'interroger sur la permanence des résultats comparatifs si une autre jumelle au même profil avait été retenue. Un test de stabilité³ a été conduit et il permet de valider

² AFNOR, Statistique: vocabulaire, estimation et tests statistiques, Tome 1, Afnor, Paris, 1988, p.366.

³ Pour une année (1991), les valeurs de la jumelle de la cible ont été remplacées par les valeurs moyennes de l'ensemble des entreprises du secteur proche. 70.000 valeurs ont été manipulées (d'où la limitation du test de stabilité à une seule année). Les résultats des comparaisons cibles/jumelles et cibles 91/secteurs proches ont été confrontés. Ainsi sur 88 variantes d'indicateurs comparés, seules deux contradictions ont été relevées. Vu la très large majorité de concordances de résultats, il semble que la méthode de comparaison des cibles à leur jumelle puisse être considérée comme relativement stable, bien que

notre sélection de jumelles.

Nous avons étudié les O.P.A. qui se sont déroulées de 1990 à 1996 en Belgique. Nous avons identifié 113 cibles belges. La description de l'échantillon figure en annexe 2. Les données comptables utilisées proviennent des CD-Rom de la Banque Nationale de Belgique. Nous avons retenu les données des trois années qui précèdent l'année d'O.P.A. L'année de l'offre a été écartée pour éviter de prendre en compte simultanément des opérations de janvier et de décembre en les considérant de manière identique.

Nous avons retenu des indicateurs de rentabilité commerciale (marges brute et nette sur ventes), économique (rentabilités brute et nette de l'actif total) et financière (rentabilité nette des fonds propres et ratio *cash flow* sur fonds propres). Des grandeurs comptables ont aussi été examinées : les fonds propres, le chiffre d'affaires, le *cash flow* et le résultat net. C'est surtout l'évolution de ces grandeurs qui retient notre attention. Par ailleurs, le *cash flow* par action est envisagé. La solvabilité est appréhendée par le biais du rapport fonds propres sur total du passif. Enfin la politique d'investissement est approchée par quatre indicateurs : un ratio de vitesse de renouvellement des actifs, un taux de dépenses en capital (rapportant la différence de l'actif immobilisé hors frais d'établissement comparé à l'année précédente sur le total bilantaire), un taux d'investissement industriel et un taux d'investissement financier pour estimer l'ampleur des stratégies de croissance interne et de croissance externe conduites par les entreprises. Les abréviations utilisées par la suite sont précisées dans l'annexe 1.

5. PRINCIPAUX RESULTATS DES TESTS DE COMPARAISON

L'analyse des données comptables malgré les nombreux biais introduits par la nature même des informations fournit des éléments intéressants pour dresser le profil des cibles belges d'O.P.A. Les résultats exacts des tests statistiques pratiqués sur les données sont fournis en annexe. Le corps du texte reprend des tableaux synthétisant les traits des profils des entreprises examinées.

L'examen comparatif des différents indicateurs sélectionnés révèle quelques caractéristiques des cibles avant qu'elles ne fassent l'objet d'une O.P.A.

Tableau synoptique des effets pré-O.P.A. mesurés sur les indicateurs étudiés sur l'échantillon de cibles et sur l'échantillon de contrôle

INDICATEUR	Forme	Effet mesuré en faveur des cibles
<u>Rentabilité</u> :	MNV T-3	différence de -72,64%
	- commerciale	
	- économique	-
	- financière	RNCP moy. CF/FP T-3
- divers	C.A. T-1, T-2, T-3 et moy. C.F. T-1, T-2 et moy.	meilleure capacité à dégager du C.A. C.F. plus dynamiques
<u>Solvabilité</u>	FP/AT T-3 et moy.	différence de + de 10%
<u>Politique d'investissement</u> :	TDC T-3	différence de -6,5%
	- TDC	
	- TII	TII T-3 et moy.
- TIF	TIF moy.	croissance externe mieux soutenue (différence de 2,94%)

La rentabilité des cibles en période pré-O.P.A. est plus faible que celles des entreprises similaires (voir annexe 3 tableau A1). Ce handicap se marque essentiellement en termes de rentabilités commerciale et financière.

Il faut préciser que les défaillances comparatives des rentabilités ne peuvent pas être imputées à d'éventuelles insuffisances de chiffres d'affaires ou de *cash flows*. En effet à l'inverse de la rentabilité, les cibles présentent de meilleures capacités à dégager du chiffre d'affaires ou du *cash flow* (en comparaison des entreprises-témoins).

Ces éléments peuvent venir conforter la théorie de l'agence et ses extensions. Si l'on accepte que la rentabilité soit un instrument de mesure pour juger de la qualité de gestion des dirigeants, les cibles peu rentables font l'objet d'une sanction. Les initiateurs pensent pouvoir mieux exploiter que les dirigeants en place les bonnes capacités de création de chiffre d'affaires et de *cash flow*. Nous verrons que cet argument est fragilisé par l'examen comparé pratiqué sur quelques couples offrant/cible.

Les faibles taux d'endettement des cibles (par rapport à leurs consocieurs de l'échantillon de contrôle) peuvent constituer un facteur d'attraction secondaire pour les offrants. Le financement de l'O.P.A. risque d'entamer la capacité d'emprunt des initiateurs. Ces derniers trouveraient un ballon d'oxygène grâce à la bonne solvabilité des entreprises qu'ils convoitent (voir annexe 3 tableau A2).

Enfin les tendances relatives aux comportements des cibles en matière de politique d'investissement apportent de nouveaux indices compatibles avec les O.P.A.-sanctions réalisées dans le cadre de la résolution de conflits d'agence (voir annexe 3 tableau A3). La politique de sous-investissement (tout au moins industriel) conduite par les dirigeants en place peut être sanctionnée par un management prêt à "mieux" dépenser le capital de la cible. Les politiques de croissance externe excessive peuvent être assimilées à des gaspillages. Les dirigeants à la tête de cibles qui réalisent trop d'investissements financiers et qui présentent pourtant des rentabilités faibles peuvent être soupçonnés d'agir dans leur propre intérêt qui ne coïncide pas nécessairement avec celui des actionnaires.

6. EXAMEN COMPLÉMENTAIRE DES COUPLES OFFRANTS/CIBLES

Un examen portant sur des couples d'entreprises (l'offrant et la cible qu'il vise) devrait permettre de vérifier empiriquement l'existence de certaines logiques poursuivies par les O.P.A. Ainsi une confrontation par paire (offrant/cible) des appartenances sectorielles pourrait souligner l'existence d'O.P.A. motivées par la réalisation de synergies par exemple. La comparaison de la taille des deux entreprises impliquées dans l'O.P.A. devrait elle aussi fournir des confirmations de l'existence de certaines motivations d'O.P.A. La recherche d'une taille critique peut être à la base des O.P.A. qui concernent deux entreprises de taille similaire mais insuffisante pour poursuivre une stratégie de croissance de façon isolée. A l'inverse, quand des cibles de petite taille sont visées par des O.P.A. initiées par des grandes entreprises, il se peut que la marginalisation de ces cibles du fait de leur petite taille explique - au moins partiellement - leur rachat.

La confrontation des performances des cibles et des offrants pourrait aussi confirmer le rôle des O.P.A. dans la résolution des problèmes d'agence. Les opérations menées par des offrants performants sur des cibles à la gestion déficiente s'inscriraient dans cette logique d'O.P.A.-sanction.

Ces quelques exemples montrent combien une telle analyse par paire offrant-cible serait utile. Malheureusement la reconstitution de paires complètes cible/offrant réduit la taille de l'échantillon exploitable. Pour rappel, Van Hulle, Vermaelen et de Wouters⁴ utilisent 26 couples cible-acquéreur extraits des O.P.A. belges sur la période de 16 années de 1970 à 1985. Ce dernier chiffre de 26 paires paraît bien maigre pour permettre une généralisation des résultats, la représentativité de l'échantillon étant fort peu probable. Van Hulle⁵ ne parvient à reconstituer que 14 couples pour les opérations de 1985 à 1995 qu'elle étudie. Cependant si elle est menée conjointement à un autre type d'analyse (ce que font les auteurs qui travaillent avec un petit nombre de paires), cette étude par paire offrant-cible peut sans doute fournir quelques éclairages intéressants.

Sur le marché belge, nous sommes parvenues à identifier un maximum de 66 couples offrant-cible et selon les valeurs comparées, le nombre d'observations pairées oscille autour de la cinquantaine.

Toute une série d'indicateurs sont utilisés sous la forme d'un ratio rapportant la valeur affichée par l'offrant sur celle de sa cible. Les moyennes des valeurs rapportées par paire sont calculées. L'hypothèse nulle à tester est que ces moyennes valent l'unité et l'hypothèse alternative postule qu'il existe une différence entre les offrants et les cibles. Un test de Student permet d'accepter ou de rejeter l'hypothèse nulle.

Il est clair que le petit nombre de couples reconstitués (eu égard à l'échantillon de 113 cibles manipulé précédemment) empêche toute généralisation. Cependant cette analyse supplémentaire par paire même si elle se base sur un échantillon sans doute non représentatif apporte des informations intéressantes concernant les opérations entre entreprises belges hors secteur banques et assurances. De plus elle apporte des résultats qui viennent en complément de l'analyse basée sur l'échantillon des 113 cibles belges et il sera sans doute possible de trouver confirmation d'autres résultats précédemment exposés.

L'appartenance sectorielle est identifiée par le code NACE'70 à quatre chiffres. La confrontation des codes pour les 66 paires cible-offrant identifiées aboutit à une coïncidence parfaite de l'appartenance sectorielle dans 20 cas. Ainsi 30% des opérations mettent en présence des entreprises du même secteur. Dans trois cas, le

⁴ VAN HULLE (C.), VERMAELEN (T.) et de WOUTERS (P.), "Regulation, taxes and the market for corporate control in Belgium", in *Journal of Banking and Finance*, vol.15, n°6, 1991, pp.1143-1170.

⁵ VAN HULLE (C.), "Zijn overnames wel overnames ? De Belgische ervaring in de periode 1985-1995", in *Tijdschrift voor Economie en Management*, septembre 1997, vol. XLII, n°3, pp.295-309.

caractère commun des activités coïncide sur les deux premiers chiffres du code d'activité et 26 offrants lancent une O.P.A. sur une cible de la même filière au sens large (code NACE à un chiffre similaire). Dans les 17 cas restants, cibles et offrants sont actifs dans des domaines principaux différents.

Ces quelques résultats soulignent la prédominance des opérations menées au sein d'un même secteur. Trois O.P.A. sur quatre sont initiées par un offrant qui vise une entreprise active dans son domaine de compétence. En ce sens, la recherche de synergies régulièrement annoncée pour motiver l'opération dans le prospectus d'O.P.A. trouve un indice de confirmation. Le rachat de concurrents n'est pas à exclure et il n'empêche en rien la volonté de réaliser des synergies.

La taille des offrants est nettement supérieure à celle des entreprises visées. Les résultats significatifs des tests statistiques sont présentés dans les tableaux suivants.

Effets statistiquement significatifs relevés pour les comparaisons offrant-cible sur l'actif total, les fonds propres et le chiffre d'affaires

Variables	AT T-1	AT T-2	AT T-3	AT moy	FP T-1	FP T-2	FP T-3	FP moy	CA T-1	CA T-2	CA T-3	CA moy
Moyenne des rapports offrant/cible	9,82	8,67	6,14	7,78	11,11	8,24	7,33	7,81	9,71	11,54	8,55	10,29
Nombre d'observations exploitables	48	53	48	56	47	51	47	54	33	33	34	38
Nombre d'observations aberrantes éliminées	1	1	1	1	2	2	2	3	2	1	1	1
t	3,32	3,24	2,82	3,44	3,27	2,75	2,64	3,27	2,93	2,25	2,26	2,21
Seuil de significativité	1%	1%	1%	1%	1%	1%	5%	1%	1%	5%	5%	5%

Ainsi une comparaison par paire montre des différences significatives de taille : en moyenne, les offrants ont un actif total six à dix fois supérieur à celui de leur cible. Les fonds propres sont aussi sept à onze fois plus élevés au sein des offrants par comparaison à ceux des cibles. Il en va de même pour le chiffre d'affaires. Ceci indique que les offrants choisissent des cibles beaucoup plus petites qu'eux. Cette supériorité de taille coïncide avec ce qui est trouvé sur d'autres marchés⁶.

Un an avant l'O.P.A., le rapport offrant/cible le plus faible s'applique au chiffre d'affaires alors que le plus élevé concerne les fonds propres. L'offrant de grande taille serait désireux d'acquérir un gisement de croissance (pour rappel, le chiffre d'affaires des cibles est plus dynamique que celui des entreprises-témoins) et il préparerait son acquisition en consolidant sa capitalisation. Il est possible d'élaborer un scénario de marginalisation des cibles. Par leur petite taille, ces entreprises sont en marge de leur secteur. Dès lors de plus grandes entreprises visent leurs titres : ce type d'O.P.A. s'inscrirait alors dans le cadre d'une stratégie de domination du marché. L'offrant choisit des entreprises marginalisées de son secteur pour capter des parts de marché. Il peut s'agir pour lui de préserver son marché domestique, d'éliminer de petits concurrents ou encore de consolider son avantage concurrentiel. Ces éventualités sont loin d'être exclusives.

La comparaison des indicateurs de rentabilité permet elle aussi d'extraire des résultats porteurs de signification.

⁶ Voir notamment Franks et Harris (1989), Lang, Stulz et Walking (1991), Mitchell et Lehn (1990), Servaes (1991), Jarrell et Poulsen (1989) qui utilisent les fonds propres pour appréhender la taille relative des entreprises impliquées dans l'acquisition et Bessière (1997, 1998), Bradley, Desai et Kim (1988) et Higson et Elliott (1998) qui préfèrent utiliser la capitalisation boursière comme mesure de la taille.

Effets statistiquement significatifs relevés pour les comparaisons offrant-cible sur les indicateurs de rentabilité

Variables	RNCP T-1	RBAT T-1	RNAT T-1
Moyennes des rapports offrant/cible	0,31	0,67	0,11
Nombre d'observations exploitables	47	45	48
Nombre d'observations aberrantes éliminées	1	4	1
t	-2,28	-2,67	-1,98
Seuil de significativité	5%	5%	5%

L'année qui précède l'opération, l'offrant affiche en moyenne une rentabilité financière et économique très inférieure à celle de sa cible. Le même constat est réalisé pour le ratio du *cash flow* sur fonds propres mais sans que le résultat soit significatif. Ceci semble aller à l'encontre de l'O.P.A.-sanction qui voudrait un effet inverse (un offrant plus performant que sa cible). Cette relation est curieuse puisque les comparaisons précédentes des cibles avec son échantillon de contrôle avaient suggéré un effet inverse. Globalement les cibles sont moins rentables que leurs jumelles. Bien sûr les échantillons sont différents, ce qui explique sans doute une partie de la divergence. Mais cela pourrait aussi signifier que les grandes entreprises parmi les meilleures firmes importantes de leur secteur souhaitent racheter des entreprises de taille moyenne à la gestion jugée déficiente en comparaison des autres entreprises de la même taille dans le secteur. Ce scénario marginalise la motivation de sanction des dirigeants de la cible mais ne l'écarte pas pour autant. L'O.P.A.-sanction devient au moins une motivation secondaire des opérations.

Un examen comparé par paire offrant-cible du ratio chiffre d'affaires sur total d'actif montre comment les entreprises utilisent leurs capacités de production. Il s'avère que le rapport offrant/cible de ce ratio indique que les cibles emploient cinq fois moins leurs capacités de production que les offrants (signification au seuil de 10%). Dès lors cette faible utilisation des équipements productifs renforce l'hypothèse des cibles marginalisées dans leur secteur et rachetées par des entreprises qui exploitent plus intensivement leur appareil de production. On peut voir là le signe d'O.P.A. initiées par des entreprises qui veulent acquérir une capacité de production sous-utilisée afin d'améliorer leurs propres performances.

7. CONCLUSION

Malgré son abondance, la recherche financière sur les fusions et acquisitions ne s'est pas beaucoup intéressée au marché belge. Les rares contributions qui y sont consacrées dénoncent notamment le paradoxe de l'acquéreur aussi mis en évidence sur d'autres marchés. Les initiateurs de prises de contrôle lancent des opérations qui ne sont pas ou peu créatrices de richesses à leur profit. Les gagnants de ce type d'opérations sont les actionnaires des sociétés visées.

Notre apport s'inscrit dans cette problématique. Identifier les caractéristiques distinctives des cibles nous paraît utile pour comprendre les facteurs d'attrait de ces entreprises. En complétant cette première approche du profil financier spécifique des cibles belges par des comparaisons directes cible/offrant, il est possible de mieux cerner certaines des motivations qui expliquent le déclenchement d'opérations de rapprochement d'entreprises.

Les O.P.A. motivées par la volonté de réaliser des synergies semblent bien réelles : dans trois cas sur quatre, cibles et offrants sont actifs dans la même filière sectorielle. Mais il semble qu'il s'agit pour les offrants de viser une cible marginalisée par la taille. Le choix de la cible n'est sans doute pas anodin : outre sa marginalisation, l'offrant recherche une entreprise qui représente un gisement de croissance. Il est également possible que l'opération soit initiée dans le but pour l'offrant de préserver ou consolider son avantage concurrentiel en rachetant des entreprises de taille moyenne du secteur. L'O.P.A. est alors un moyen rapide d'accroître les parts de marché de l'acquéreur.

De prime abord, la sanction de dirigeants pourrait expliquer le déclenchement de certaines opérations puisque comparativement à d'autres entreprises de même taille du secteur, les cibles semblent afficher des performances inférieures malgré leur bonne capacité à dégager du chiffre d'affaires et du *cash flow*. Mais pourtant le caractère secondaire de la motivation disciplinaire des O.P.A. émerge : les offrants sont moins rentables que leurs cibles. Les dirigeants des offrants sanctionneraient-ils ouvertement le management d'entreprises plus rentables que les leurs ? L'O.P.A.-sanction semble donc être une motivation de second rang. Ceci conforte une partie des résultats de Van Hulle (1997) selon lesquels le rôle disciplinaire des O.P.A. n'est pas leur moteur en Belgique.

Finalement le marché belge des O.P.A. est caractérisé par des grandes entreprises bien positionnées dans leur secteur qui sont à la recherche de gisements

de croissance et de capacités de production moins utilisées que les leurs. Les cibles ne sont pas choisies au hasard. Certaines de leurs caractéristiques répondent directement aux besoins de croissance rapide des initiateurs.

BIBLIOGRAPHIE

AFNOR, Statistique, Recueil de normes françaises, Tome 1, Paris, 1988, 441 pages.

BARADWAJ (B.G.), FRASER (D.R.) et FURTADO (E.P.H.), "*Hostile bank takeover offers*", in *Journal of Banking and Finance*, vol.14, 1990, pp.1229-1242.

BESSIERE (V.), Les déterminants du prix d'offre publique : approche théorique fondée sur les jeux de signaux. Analyse empirique sur le marché français, Thèse de doctorat, Université de Montpellier I, 1997, 228 pages.

BESSIERE (V.), "*Répartition de la création de valeur entre l'acquéreur et la cible d'une offre publique : une analyse du pouvoir de négociation de la firme initiatrice*", Papier présenté au congrès international de l'AFFI, Lille, juillet 1998, 23 pages.

BRADLEY (M.), DESAI (A.) et KIM (E.H.), "*Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms*", in *Journal of Financial Economics*, vol.21, 1988, pp.3-40.

CABY (J.), Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990, Thèse de doctorat, 1994, Université de Nancy II, 676 pages.

CHATTERJEE (S.), "*Sources of value in takeovers : synergy or restructuring-implications for target and bidder firms*", in *Strategic Management Journal*, vol.13, 1992, pp.267-286.

COMBLÉ (K.), Restructurations financières par leveraged management buy-out (LMBO). Approche du marché belge et impact sur les performances des entreprises, Thèse de doctorat, Université de Mons-Hainaut, Décembre 1994, 468 pages.

FRANKS (J.) et HARRIS (R.S.), "*Shareholder wealth effects of corporate takeovers : the U.K. experience 1955-1985*", in *Journal of Financial Economics*, vol.23, 1989, pp.225-249.

FRANKS (J.) et MAYER (C.), "*Hostile takeovers and the correction of managerial failure*", in *Journal of Financial Economics*, n°40, 1996, pp.163-181.

GAGNON (J.M.), BREHAIN (P.), BROQUET (C.) et GUERRA (F.), "*Stock market behaviour of merging firms : the Belgian experience*", in *European Economic Review*, vol.17, 1982, pp.187-211.

HANSON (R.C.), "*Tender offers and free cash flow : an empirical analysis*", in *The Financial Review*, vol.27, n°2, mai 1992, pp.185-209.

HIGSON (C.) et ELLIOTT (J.), "*Post-takeover returns : the UK evidence*", in *Journal of Empirical Finance*, vol.5, n°1, janvier 1998, pp.27-46.

HUSSON (B.), La prise de contrôle d'entreprises, P.U.F., Collection Finance, Paris, 1987, 240 pages.

JARRELL (G.A.) et POULSEN (A.B.), "*The returns to acquiring firms in tender offers : evidence from three decades*", in *Financial Management*, automne 1989, pp.12-19.

JENSEN (M.C.), "*Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*", in *American Economic Review*, vol.76, n°2, 1986, pp.323-329.

JENSEN (M.C.), "*Takeovers : their causes and consequences*", in *Journal of Economic Perspectives*, vol.2, n°1, 1988, pp.21-48.

LANG (L.H.P.), STULZ (R.M.) et WALKING (R.A.), "*A test of the free cash flow hypothesis : the case of bidder*

returns", in *Journal of Financial Economics*, vol.29, 1991, pp.315-335.

MITCHELL (M.L.) et LEHN (K.), "*Do bad bidders become good targets ?*", in *Journal of Political Economy*, vol.98, n°2, 1990, pp.372-398.

MØRCK (R.), SHLEIFER (A.) et VISHNY (R.W.), "*Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*", in AUERBACH (R.Ed.), *Takeovers, causes and consequences*, University of Chicago Press, Chicago, 1988, pp.101-136.

MØRCK (R.), SHLEIFER (A.) et VISHNY (R.W.), "*Alternative mechanisms for corporate control*", in *American Economic Review*, vol.79, n°4, septembre 1989, pp.842-852.

MØRCK (R.), SHLEIFER (A.) et VISHNY (R.W.), "*Do managerial objectives drive bad acquisitions ?*", in *The Journal of Finance*, vol.45, n°1, mars 1990, pp.31-48.

OOGHE (H.) et VAN WYMEERSCH (C.), *Traité d'analyse financière*, 2 tomes, P.U.N., 4e édition, 1990, tome I : 423 pages et tome II : 110 pages.

PECHEROT (B.), "*La performance sur longue période des acquéreurs français*", Papier présenté au congrès international de l'AFFI, Aix-en-Provence, juin 1999, 24 pages.

PHELIZON (C.), "*The importance of the bidder motive in the wealth effect of takeovers*", Papier présenté au congrès international de l'AFFI, Aix-en-Provence, juin 1999, 16 pages.

RAU (P.R.) et VERMAELEN (T.), "*Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms*", Papier de recherche, INSEAD, 96/76/FIN, 1996, 49 pages.

ROLL (R.), "*The Hubris hypothesis of corporate takeovers*", in *The Journal of Business*, vol.59, n°2, avril 1986, pp.197-216.

SAPUSEK (A.), "*Fundamental performance of initial public offerings : empirical evidence from Germany*", Papier présenté au congrès international de l'AFFI, Lille, juillet 1998, 42 pages.

SERVAES (H.), "*Tobin's Q and the gains from takeovers*", in *The Journal of Finance*, vol.46, n°1, mars 1991, pp.409-419.

SERVAES (H.), "*Do takeover targets overinvest ?*", in *The Review of Financial Studies*, vol.7, n°2, été 1994, pp.253-277.

SINGH (H.) et MONTGOMERY (C.A.), "*Corporate acquisition strategies and economic performance*", in *Strategic Management Journal*, vol.8, 1987, pp.377-386.

VAN HULLE (C.), VERMAELEN (T.) et de WOUTERS (P.), "*Regulation, taxes and the market for corporate control in Belgium*", in *Journal of Banking and Finance*, vol.15, n°6, 1991, pp.1143-1170.

VAN HULLE (C.), "*Overnameactiviteit in België : de gevolgen van veranderingen in omgeving en wetgeving*", in *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, n°4, 1991, pp.635-658.

VAN HULLE (C.), "*Zijn overnames wel overnames ? De Belgische ervaring in de periode 1985-1995*", in *Tijdschrift voor Economie en Management*, septembre 1997, vol. XLII, n°3, pp.295-309.

VARAIYA (N.P.) et FERRIS (K.R.), "*Overpaying in corporate takeovers : the winner's curse*", in *Financial Analysts Journal*, mai-juin 1987, pp.64-70.

ANNEXES

ANNEXE 1: LISTE DES ABREVIATIONS DES INDICATEURS

MBV: marge brute sur ventes

MNV: marge nette sur ventes

RBAT: rentabilité brute de l'actif total

RNAT: rentabilité nette de l'actif total

RNCP: rentabilité nette des fonds propres

CF/FP: ratio rapportant le *cash flow* aux fonds propres

AT: actif total

FP: fonds propres

CA: chiffre d'affaires

CF: *cash flow*

CF/A: *cash flow* par action

FP/AT: ratio de solvabilité rapportant les fonds propres à l'actif total

VRA: vitesse de renouvellement des actifs

TDC: taux de dépenses en capital

TII: taux d'investissement industriel

TIF: taux d'investissement financier

L'*extension moy.* indique que la valeur est calculée sur la base des informations disponibles sur les trois années considérées. L'année de référence de l'O.P.A. est désignée par T. Par extension, T-1 représente l'année qui précède celle de l'opération, T+3 est la troisième année après celle de l'O.P.A., etc. Les données extraites des comptes post-O.P.A. ont été notamment exploitées sous forme de variations. La lettre grecque δ renseigne qu'il s'agit d'une variation. Il est suivi des extensions des indicateurs retenus pour calculer la variation: ainsi par exemple, $\delta T+1/T-1$ signifie que la variation est exprimée en pour cent de la différence de l'indicateur entre T+1 et T-1 par rapport à la valeur de cet indicateur en T-1.

ANNEXE 2 : CARACTERISTIQUES DES ECHANTILLONS

Sur la période 1990-1996, la Commission Bancaire et Financière a contrôlé 201 O.P.A. en Belgique. 165 offres ont donné lieu à la cession de titres. Le tableau suivant reprend les nombres d'entreprises cibles d'O.P.A. dans la population totale et dans l'échantillon. Les colonnes centrales précisent les sources d'élimination d'entreprises entre la population totale et l'échantillon. La somme des entreprises éliminées selon les différentes sources ne correspond pas toujours à la différence entre la taille de la population totale et la taille de l'échantillon. Cela est dû au fait que certaines entreprises sont éliminées à plusieurs titres. Par exemple certaines sociétés du secteur banque-assurances-crédit sont aussi des sociétés étrangères. De plus certaines cibles sont visées plusieurs fois mais ne sont reprises qu'une seule fois dans l'échantillon.

Répartition des cibles dans la population totale et dans l'échantillon

ANNEE	POP.TOTALE	SOURCES D'ELIMINATION				ECHANTILLON
		(1)	(2)	(3)	(4)	
1990	42	11	1	9	2	18
1991	34	2	1	0	0	22
1992	23	1	6	0	2	14
1993	25	2	4	1	0	19
1994	32	4	4	1	2	16
1995	18	4	1	0	0	10
1996	27	6	3	0	1	14
TOTAL	201	30	20	11	7	113

(1) Banque-assurances-crédit: structure des comptes trop différentes des entreprises industrielles et commerciales.

(2) Sociétés étrangères qui ne déposent pas de comptes en Belgique.

(3) Les titres visés sont des certificats immobiliers auxquels ne correspond aucune société qui dépose des

comptes.

(4) Non déterminé: certaines entreprises n'ont pas pu être identifiées ou ont été mises en liquidation et donc ne déposent plus de comptes.

ANNEXE 3: DETAILS DES PRINCIPAUX EFFETS STATISTIQUEMENT SIGNIFICATIFS

Tableau A1 : Effets statistiquement significatifs sur les indicateurs de rentabilité (période pré-O.P.A. - échantillon de cibles/échantillon de contrôle)

Variables	MNV T-3	RNCP moy.	CF/FP T-3	CA T-1 (000 FB)	CA T-2 (000 FB)	CA T-3 (000 FB)	CA moy. (000 FB)	CF T-1 (000 FB)	CF T-2 (000 FB)	CF moy. (000 FB)
Moyenne des différences (*)	-72,64%	-14,93%	-20,18%	1.201,420	952,177	1.030,344	966,578	162,474	231,682	159,524
Nombre d'observations exploitables	61	109	89	50	51	48	65	89	96	110
Nombre d'observations aberrantes éliminées	2	1	3	1	1	1	2	2	1	1
t	-1,61	-1,92	-2,18	2,11	2,13	2,17	2,37	2,17	1,75	1,80
Seuil de significativité	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	10%	10%

(*) différences cibles - entreprises-témoins

Tableau A2 : Effets statistiquement significatifs sur l'indicateur de solvabilité (période pré-O.P.A. - échantillon de cibles/échantillon de contrôle)

Variables	FPIAT T-1	FPIAT T-2	FPIAT T-3	FPIAT moy.
Moyenne des différences (*)	13,13%	10,79%	12,21%	12,70%
Nombre d'observations exploitables	98	100	93	112
Nombre d'observations aberrantes éliminées	0	1	1	1
t	3,08	2,60	2,77	3,29
Seuil de significativité	1%	5%	1%	1%

(*) différences cibles - entreprises-témoins

Tableau A3 : Effets statistiquement significatifs sur les indicateurs de la politique d'investissement (période pré-O.P.A. - échantillon de cibles/échantillon de contrôle)

Variables	VRA T-3	TDC T-3	TII T-1	TII T-2	TII T-3	TII moy.	TIF moy.
Moyenne des différences (*)	-22,13%	-6,48%	-10,43%	-3,68%	-1,60%	-4,56%	2,94%
Nombre d'observations exploitables	51	83	96	98	90	109	109
Nombre d'observations aberrantes éliminées	1	1	0	1	2	2	2
t	-2,15	-1,76	-2,27	-2,29	-1,72	-3,43	2,86
Seuil de significativité	5%	10%	5%	5%	10%	1%	1%

(*) différences cibles - entreprises-témoins

ANNEXE 5 : EFFETS PATRIMONIAUX DES PRISES DE CONTRÔLE : RÉSULTATS DE QUELQUES ETUDES EMPIRIQUES ANTÉRIEURES

AUTEURS	ACTIONNAIRES DE LA CIBLE	ACTIONNAIRES DE L'INITIATEUR
BARADWAJ FRASER FURTADO (1990)	Opérations hostiles : +27,41% Opérations amicales : +14,35% [-60j.,+60j.] Entreprises du secteur bancaire uniquement	Opérations hostiles : -1,47% Opérations amicales : -4,20% Résultats non significativement différents de 0 [-60j.,+60j.] Entreprises du secteur bancaire uniquement
BESSIERE (1997, 1998)	Jour de l'annonce : + 23,91% Les chiffres en taux sont à tempérer par les chiffres de création présentés en valeur : création moyenne de 446 MIOS FF	Jour de l'annonce : + 1,61% Les chiffres en taux sont à tempérer par les chiffres de création présentés en valeur : création moyenne de 241 MIOS FF
BRADLEY DESAI KIM (1988)	Globalement : création de richesse de 7,4%. 95% des cibles enregistrent des résultats positifs. En moyenne, les cibles recueillent une création de richesse de 32%.	Globalement : création de richesse de 7,4%. Les acquéreurs affichent des CAR moyens de 0,97% (seuls 47% réalisent un gain).
CHATTERJEE (1992)	Cibles ayant rejeté l'offre : +20% Cibles acquises qui mettent en oeuvre une restructuration : +31% Cibles acquises qui ne mettent pas en oeuvre une restructuration : pas d'accroissement [-2m.,+60m.] CAR calculés sur base mensuelle	Acquéreurs victorieux : -7% Initiateurs dont l'offre a échoué : -46% [0,+60m.] CAR calculés sur base mensuelle
FRANKS HARRIS (1989)	De +23,3% à +29,7% selon l'étendue de la période étudiée autour de la date d'annonce et la manière de pondérer les échantillons	De +1% à +7,9% selon l'étendue de la période étudiée autour de la date d'annonce et la manière de pondérer les échantillons
HANSON (1992)	+25,82% [-5j.,+5j.]	-0,30% (non significativement différent de 0) [-5j.,+5j.]
HIGSON ELLIOTT (1998)		Trois ans après l'opération : rendements anormaux non significativement différents de zéro sauf pour les opérations réalisées entre 1981 et 1984 (+ 26% 24 mois après l'opération).

HUSSON (1987)	O.P.A. avec participation préalable < 50% : +37,38% O.P.A. avec participation préalable >= 50% : +21,94% O.P.E. avec participation préalable < 50% : -2,60% O.P.E. avec participation préalable >= 50% : +3,73% Résultats non significativement différents de 0 pour les O.P.E. [-25j.,+40j.]	O.P.A. avec participation préalable < 50% : -5,59% O.P.A. avec participation préalable >= 50% : -9,04% O.P.E. avec participation préalable < 50% : -2,08% O.P.E. avec participation préalable >= 50% : -3,91% Résultats non significativement différents de 0 [-25j.,+40j.]
JARRELL POULSEN (1989)	+28,99% [-20j.,+10j.]	+0,70% [-2j.,+1j.] +2,15% [-10j.,+30j.] +1,29% [-20j.,+10j.] Résultats significativement différents de 0
LANG STULZ WALKING (1991)		Acquéreurs avec un <i>cash flow</i> élevé et un Q de Tobin faible : -5,9% [-5j.,+5j.]
MITCHELL LEHN (1990)		Acquéreurs qui ont déjà été cibles : -0,78% au jour 0 et -3,46% [-20j.,+40j.] Acquéreurs qui n'ont jamais été cibles : +0,09% au jour 0 et +3,48% [-20j.,+40j.]
MØRCK SHLEIFER VISHNY (1990)		-0,70% (non significativement différent de 0) Acquéreurs aux faibles performances passées : -5,02% Acquéreurs affichant de bonnes performances passées : +3,02% [-2j.,+1j.]
PECHEROT (1999)		-25,41% [-1ms,+36ms] Autour de la date d'annonce, impact neutre de l'opération Les performances des acquéreurs se détériorent de plus en plus au fil du temps (surtout la 3e année)
PHELIZON (1999)	+15,28% [-10j.,+10j.] + de gains pour les cibles visées par une O.P.A. motivée par la réalisation de synergies que les autres	pas d'effet significatif sur la fenêtre [-10j.,+10j.]
RAU VERMAELEN (1996)		-15,23% 3 ans après une <u>fusion</u> (-56,77% pour les entreprises <i>glamour</i> qui initient la fusion) +4,94% 3 ans après une <u>offre</u> publique

SERVAES (1991)	+23,64% Fenêtre à largeur variable (de la date d'annonce à la date du dénouement de l'opération)	-1,07% Fenêtre à largeur variable (de la date d'annonce à la date du dénouement de l'opération)
SINGH MONTGOMERY (1987)	En cas de synergies : +35,9% sans synergie : +21,9% [-5j., +25j.]	Pas d'effet d'annonce significatif pour les initiateurs
VARAIYA FERRIS (1987)		-3,9% [-20j., +100j.]

Basées sur des échantillons et des marchés différents, recourant à des méthodologies pas toujours équivalentes, examinant des rendements sur des fenêtres temporelles de largeurs variables, ces études fournissent évidemment des résultats différents. Cependant on ne peut ignorer une certaine convergence de leurs résultats. Les études retenues confirment globalement que les opérations de fusions et acquisitions accroissent la richesse des actionnaires des cibles, alors qu'elles ont un effet non significativement différent de zéro, voire négatif sur la richesse des actionnaires des sociétés initiatrices.