

L'UTILISATION DE MÉTHODES DE PAIEMENT CONTINGENTES DANS LES OPÉRATIONS DE FUSION-ACQUISITION : UNE SOLUTION AUX PROBLÈMES D'ASYMÉTRIE INFORMATIONNELLE ?

ÉTIENNE REDOR *

L'une des décisions particulièrement importantes à prendre lors d'une opération de fusion-acquisition est le choix de la méthode de paiement. Dans la pratique, la société initiatrice peut, soit offrir un paiement fixe (du numéraire, de la dette...), soit un paiement contingent¹ (actions, *earnouts* - clauses d'indexation de prix -, convertibles, warrants...), afin de financer l'acquisition. De très nombreux modèles et de très nombreuses théories ont été développés par les chercheurs pour expliquer ce choix. Des éléments aussi variés que les problèmes d'asymétrie informationnelle, la fiscalité, la propriété managériale, les performances passées, les opportunités d'investissement, les cycles économiques, la structure du capital... sont supposés avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement retenue pour financer une offre (Chevalier et Redor, 2007).

Selon la base de données Thomson Financials, la méthode de paiement la plus utilisée est de très loin le *cash*. En effet, plus de 77 % des opérations sont en partie financées par du *cash* et près de 60 % sont uniquement financées par du *cash*. De façon assez peu surprenante, les actions ordinaires occupent la deuxième place de ce classement car elles ont été offertes dans 25 % des offres aux États-Unis. Néanmoins, le tableau 1 (ci-après) montre également que de très nombreuses autres méthodes de paiement ont été utilisées dans ces opérations.

295

* Audencia Nantes, École de Management.

Tableau 1
Fréquence d'utilisation des principales méthodes de paiement
lors des opérations de fusion-acquisition initiées
par des sociétés initiatrices américaines entre 1980 et 2007

Méthodes de paiement	Nombre d'opérations	Fréquence (en %)
<i>Cash</i>	97 056	77,72
<i>Cash</i> uniquement	74 468	59,63
Actions	31 142	24,94
<i>Liabilities</i>	7 221	5,8
Dettes non convertibles	5 066	4,06
<i>Earnouts</i>	3 931	3,15
Actions privilégiées non convertibles	1 109	0,88
Actifs	1 075	0,86
Actions privilégiées convertibles	993	0,80
Warrants	942	0,75
<i>Collars</i>	751	0,60
Options	451	0,36
Dettes convertibles	430	0,34

Source : base de données, Thomson Financials.

Ainsi, bien que le règlement en numéraire et/ou en actions soit de loin le cas le plus fréquent, le fait qu'il existe de nombreuses autres méthodes de paiement pose la question de leur utilité et de leur impact sur la richesse des actionnaires de la société initiatrice. Cependant, comme le souligne Officer (2004), la majorité des études portant sur les méthodes de paiement lors des opérations de fusion-acquisition se limitent à l'étude de l'utilisation de *cash*, d'actions ou de dettes, sans réellement faire la distinction entre les différents actifs offerts à l'échange. Nombreuses sont les méthodes de paiement qui n'ont donc reçu que très peu d'attention de la part des chercheurs. Depuis le début des années 2000, ces derniers ont commencé à combler le manque de connaissance dans ce domaine en étudiant les motivations et la réaction du marché liées à l'utilisation de ces autres méthodes de paiement. Leurs travaux montrent en particulier que des méthodes de paiement contingentes autres que les actions ont été utilisées, afin de limiter les problèmes d'asymétrie informationnelle entre la cible et l'initiatrice observés lors des offres en numéraire ou lors des offres par échange d'actions.

L'objectif de cet article est de présenter les avantages ainsi que les inconvénients des différentes méthodes de paiement qui peuvent être utilisées lors des opérations de fusion-acquisition à travers des exemples

réels issus de l'actualité financière. Cet article est structuré de la manière suivante. Tout d'abord, dans un contexte d'asymétrie informationnelle, l'utilisation d'actions et l'utilisation de numéraire sont comparées. Ensuite, nous présentons l'intérêt d'utiliser les autres méthodes de paiement contingentes en réponse aux problèmes d'asymétrie informationnelle.

CASH VERSUS ACTIONS *DANS UN CONTEXTE D'ASYMÉTRIE INFORMATIONNELLE*

L'asymétrie informationnelle fait référence au fait que lors d'une transaction, certains agents privilégiés ont accès à une information privée qui n'est pas disponible pour les autres agents. Le fait de disposer de cette information peut être un avantage très important dans la négociation et peut alors être utilisé par les agents pour influencer les termes de la transaction. En particulier, les dirigeants de sociétés ont bien souvent des informations privées concernant la valeur réelle de leur société.

Les premiers modèles d'asymétrie d'information développés pour expliquer le choix de la méthode de paiement lors des offres de fusion-acquisition ont été développés par Fishman (1989) et Hansen (1987) et s'appuient sur les travaux de Myers et Majluf (1984). Ces travaux reposent sur une double asymétrie ; autrement dit, ils supposent que les dirigeants de la société cible et ceux de la société initiatrice ont accès à de l'information privée concernant la valeur réelle de la société qu'ils dirigent. Selon ces modèles informationnels, les dirigeants des sociétés vont utiliser leur information privée afin de choisir la méthode de paiement à utiliser pour financer les opérations de fusion-acquisition.

L'objectif de cette partie est de rappeler comment les problèmes d'asymétrie informationnelle vont impacter le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusion-acquisition. Dans un premier temps, nous présenterons donc le cadre des modèles d'asymétrie informationnelle, puis le modèle de Myers et Majluf (1984) et enfin le modèle d'Hansen (1987).

L'origine des travaux d'asymétrie d'information

Comme l'illustrent Leland et Pyle (1977), un marché sur lequel il n'y aurait pas de transfert d'informations entre les différents acteurs pourrait très mal fonctionner. En effet, si l'on considère le financement de projets dont la qualité est très variable, la valeur de marché doit correspondre à des projets de qualité moyenne, puisque les prêteurs ne peuvent faire la différence entre les bons et les mauvais projets. Pour que les projets de bonne qualité soient financés, il est alors nécessaire

que des transferts d'informations aient lieu. L'information sur la qualité du projet peut être transférée grâce à l'observation des actions des dirigeants.

Chez Ross (1977), les dirigeants qui disposent d'un avantage informationnel sont incités à signaler leur information privée à travers le choix de leur niveau d'endettement. Pour les sociétés dont les *cash flows* sont faibles, il est plus coûteux d'avoir des niveaux d'endettement élevés, car la probabilité de faillite est plus élevée que pour les sociétés dont les *cash flows* sont élevés. Ainsi, les dirigeants de sociétés dont les *cash flows* sont élevés peuvent signaler cette information au marché en émettant suffisamment de dettes.

Chez Leland et Pyle (1977), sous certaines conditions, les dirigeants de sociétés de valeur signalent leur qualité en conservant une proportion importante de titres et vont donc financer leurs opérations avec une quantité plus importante de dettes que les dirigeants de sociétés de faible valeur. Un financement par de la dette permet au dirigeant de conserver une part importante de la propriété de la société, mais le fait de détenir une participation importante en titres est coûteux pour les dirigeants ayant une aversion pour le risque. Une participation importante en titres étant moins coûteuse pour un dirigeant de société de qualité, la proportion de titres détenus par les *insiders* est un signal concernant la qualité de la firme.

De même, il en résulte que, pour certains auteurs, le choix de la méthode de paiement utilisée dans les opérations de fusion-acquisition peut signaler différents types d'information pour les investisseurs.

Dans un marché parfait sans asymétrie informationnelle et sans taxe, le moyen de paiement d'une acquisition est sans importance (Modigliani et Miller, 1958) : la division et le niveau des gains associés à la transaction sont les mêmes, que l'acquisition soit financée uniquement par des titres ou par une combinaison de titres et de *cash*. Miller (1977) a étendu ce résultat dans un monde où les taxes existent. Cependant, du fait des problèmes d'asymétrie informationnelle et des coûts de transaction non nuls, le choix de la méthode de paiement a un impact sur le succès ou l'échec de l'opération et sur les gains qui y sont associés.

Les travaux de Myers et Majluf

Dans un monde d'asymétrie informationnelle entre dirigeants et investisseurs, les sociétés qui lèvent du capital externe pour financer leurs nouveaux projets doivent faire face à des problèmes de sélection contraires. Les firmes dont les opportunités d'investissement sont faibles peuvent émettre des titres qui imitent ceux qui sont émis par les sociétés qui ont de bonnes opportunités d'investissement. Il en résulte

que les titres des sociétés qui ont peu d'opportunités d'investissement seront surévalués, alors que les titres des sociétés qui ont de bonnes opportunités d'investissement seront sous-évalués.

Dans un monde d'asymétrie informationnelle, Myers et Majluf (1984) montrent que le choix de la méthode de paiement des sociétés initiatrices lors des acquisitions fournit différentes informations sur l'initiatrice. Les dirigeants qui possèdent de l'information et qui souhaitent agir en respectant l'intérêt de leurs actionnaires actuels utiliseront des titres si ceux-ci sont surévalués. Ils laisseront de côté certains investissements à valeur actuelle nette (VAN) positive si les titres nécessaires pour financer ces projets sont sous-évalués par le marché. La décision de financer un investissement par des titres va donc être interprétée par le marché de façon négative, si bien que le cours de la société va diminuer lors de l'annonce de l'opération et, de plus, les investisseurs seront incités à diminuer leur évaluation d'une offre en titres, de peur d'acquérir des titres surévalués. Inversement, lorsqu'une offre en *cash* est réalisée, les actifs de la société seront considérés comme étant sous-évalués, ce qui constitue un signal positif pour les investisseurs.

Cette prédiction du modèle de Myers et Majluf (1984) a été testée et validée par de très nombreuses études empiriques (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001 ; Asquith, Bruner et Mullins, 1987 ; Brown et Ryngaert, 1991 ; Franks, Harris et Mayer, 1988 ; Martynova et Renneboog, 2006 ; Masulis, Wang et Xie, 2005 ; Wansley, Lane et Yang, 1983 et 1987 ; Yook, 2003...). Ainsi, Travlos (1987) montre, par exemple, que les opérations financées par un échange de titres engendrent des pertes statistiquement significatives pour les actionnaires de la société initiatrice, et donc qu'une offre en titres est une « mauvaise nouvelle ». Tessema (1989) conclut que le marché considère une offre en titres comme étant moins séduisante qu'une offre en *cash*. Les pertes observées pour les opérations financées par des titres ne sont pas liées à la réalisation d'opérations à VAN négative, mais au fait que les effets positifs de l'opération sont compensés par les effets informationnels négatifs liés à l'utilisation de titres (Tessema, 1989).

Le modèle d'Hansen

Dans le modèle d'Hansen (1987), les dirigeants de la société initiatrice ont un accès monopolistique à l'information au sujet de la valeur réelle de la fusion. Leur stratégie optimale est donc de faire une offre unique. Si les dirigeants de la société initiatrice proposent du *cash* et que la société cible possède de l'information privée concernant sa valeur réelle, la société initiatrice supportera un risque d'excès de paiement. En effet, les dirigeants de la société cible accepteront l'offre

uniquement si l'offre faite par les dirigeants de la société initiatrice est supérieure à la valeur réelle des actions de la société cible.

Afin d'éviter ce risque d'excès de paiement, les dirigeants de la société initiatrice peuvent proposer des actions de la société qu'ils dirigent contre les actions de la société initiatrice. L'utilisation d'actions dans une offre permet en effet de rendre la valeur de l'offre partiellement dépendante de la rentabilité de l'opération du fait de l'effet de fixation de prix contingent des actions. Dans ce cas, puisque la valeur de l'offre dépend en partie de la valeur des actions de la société cible, le risque d'excès de paiement est limité.

Néanmoins, l'utilisation d'actions pour financer une offre donne naissance à un nouveau problème de sélection contraire. Puisque les dirigeants de la société initiatrice possèdent de l'information privée concernant la valeur des actions de leur société, l'initiatrice n'offrira pas de titres si la société cible sous-estime la valeur de l'offre (c'est-à-dire si l'initiatrice est convaincue que ses actions valent plus que ce que pense la société cible). Ainsi, les dirigeants de la société initiatrice n'offriront des actions que lorsqu'ils posséderont de l'information leur permettant de penser que les actions de la société qu'ils dirigent sont surévaluées.

300

*L'UTILISATION DE MÉTHODES DE PAIEMENT
CONTINGENTES AUTRES QUE LES ACTIONS :
UNE SOLUTION AUX PROBLÈMES D'ASYMÉTRIE
INFORMATIONNELLE ?*

Les travaux d'Hansen (1987) et de Myers et Majluf (1984) permettent donc de souligner que l'utilisation de *cash* et l'utilisation d'actions pour financer une opération de fusion-acquisition comportent des avantages, mais également des inconvénients dans un contexte d'asymétrie informationnelle. L'avantage du numéraire (et plus généralement d'un paiement fixe de type *cash*, dettes...) est qu'il transmet un signal positif concernant la valeur de la société initiatrice puisqu'il signale que ses actions sont sous-évaluées. Son inconvénient est qu'il fait supporter un risque d'excès de paiement aux actionnaires de la société initiatrice.

Afin de limiter ce risque, la société initiatrice peut offrir ses propres actions ou plus généralement une méthode de paiement contingente car celle-ci permet de rendre l'offre dépendante de la valeur de la société cible, ce qui limite le risque d'excès de paiement. Ainsi, l'une des explications avancées pour expliquer l'utilisation des méthodes de paiement contingentes autres que les actions (de type *earnouts*, certificats de valeur garantie...) est que ces méthodes aident la société initiatrice à résoudre ses problèmes d'asymétrie informationnelle

concernant la valeur de la société cible. Contrairement aux actions, l'utilisation d'*earnouts*, de certificats de valeur garantie ou d'obligations convertibles ne signale pas que les actions de la société initiatrice sont surévaluées. De ce fait, l'utilisation de ces méthodes de paiement constitue une alternative crédible à l'utilisation d'actions, en particulier lorsque l'incertitude concernant la valeur réelle des actions de la société initiatrice est importante.

Dans certains cas, l'utilisation de ces méthodes de paiement contingentes permet également de réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle concernant la valeur réelle des actions de la société initiatrice. L'objectif de cette partie est d'expliquer comment ces nouvelles méthodes de paiement contingentes peuvent être utilisées afin de réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle. Nous étudierons donc l'intérêt d'utiliser des *earnouts*, des certificats de valeur garantie et des obligations convertibles afin de limiter les problèmes informationnels.

Les earnouts

L'*earnout* (clause d'indexation de prix) est une clause qui permet de rendre dépendant, au moins partiellement, le prix payé par l'initiatrice de la performance de la société résultante. Concrètement, la société cible et l'initiatrice se mettent d'accord sur un montant fixe à régler lors de la transaction et sur un montant variable (qui peut être dépendant du résultat d'exploitation, de l'excédent brut, voire même du résultat courant de la société fusionnée dans le futur). Techniquement, deux modalités sont envisageables :

- la société initiatrice peut acquérir immédiatement une fraction du capital de la société cible à un certain prix, puis le solde à un prix qui sera fonction de la performance de la société résultante ;
- la société initiatrice peut acquérir la totalité des actions de la société cible pour un montant donné qui sera revu à la hausse en cas de bonnes performances de la société résultante.

Cette méthode de paiement a été utilisée dans 240 opérations en France au 1^{er} janvier 2008 et en particulier par Renault SA en août 2007 lors de sa prise de contrôle du constructeur automobile russe OAO Avtovaz. L'offre consistait en un paiement en *cash* immédiat de plus de 24 milliards de roubles (soit plus de 350 M€) et d'un *earnout* de près de 4 milliards de roubles (près de 110 M€) pour 25 % du capital de la société russe, ce qui permettait à Renault SA d'en prendre le contrôle effectif.

Un *earnout* peut être bénéfique à la fois pour l'acquéreur et pour la société cible si l'opération est construite de façon adéquate. Pour l'acquéreur, le fait d'utiliser un *earnout* permet de combler l'écart

d'évaluation entre l'acheteur et le vendeur concernant l'estimation de la cible. Si la cible et l'initiatrice ne sont pas d'accord concernant la valeur de la cible, la partie fixe du paiement reflétera la valeur de la société cible sur laquelle les deux sociétés ont réussi à trouver un accord et l'*earnout* représentera la différence entre l'estimation de la cible et de l'initiatrice (Cain, Denis et Denis, 2007). De ce fait, l'utilisation d'un *earnout* dans une offre permet de limiter les problèmes d'asymétrie informationnelle pour l'acquéreur car elle réduit le risque d'excès de paiement, le montant payé pour la cible étant dépendant de sa performance. Par ailleurs, en différant une partie de la prime (pour une période de deux ans en moyenne), les *earnouts* peuvent également permettre de retenir les dirigeants-actionnaires clés de la société cible et de les inciter à créer de la valeur après l'opération.

Pour la société cible, l'utilisation d'*earnouts* peut également s'avérer bénéfique car elle engendre potentiellement des paiements additionnels en cas de succès économique de l'opération. Il est important de noter que lorsque les problèmes d'asymétrie informationnelle sont importants, il n'est pas aisé pour les sociétés cibles de qualité de fournir de l'information crédible concernant leur « valeur réelle ». Le recours à un *earnout* peut être un moyen pour les sociétés cibles de qualité de se différencier des autres, car le coût de cette méthode de paiement sera moins élevé pour les sociétés cibles à fort potentiel (Kohers et Ang, 2000). L'*earnout* est alors utilisé par la société cible pour signaler sa valeur et permet de transférer le risque des acquéreurs non informés vers des sociétés cibles informées.

Les certificats de valeur garantie

Les certificats de valeur garantie sont des actifs financiers qui donnent à leur détenteur le droit de recevoir une somme d'argent ou d'actions égale à la différence, si elle est positive, entre le prix de l'offre publique et un cours de référence à une échéance donnée. Sa première utilisation remonte à 1989 lors de l'offre publique d'achat (OPA) de Dow Chemical sur Marion Laboratories et a été introduite en France en 1994 à l'occasion de l'OPA de Besnard et Cie sur la Compagnie financière de Rosario.

Le certificat de valeur garantie peut être utilisé dans le cadre d'une OPA (dans ce cas, l'objectif est de réduire ou de différer dans le temps le coût de l'opération), on parle alors de certificat de valeur garantie défensif car le principal intérêt est, dans ce cas, d'inciter les actionnaires de la société cible à conserver leurs actions. Les certificats sont alors émis sur les actions de la société cible et il est alors proposé aux actionnaires, soit d'apporter leurs titres à l'offre, soit de les conserver et d'obtenir pour chaque titre non apporté un certificat de valeur

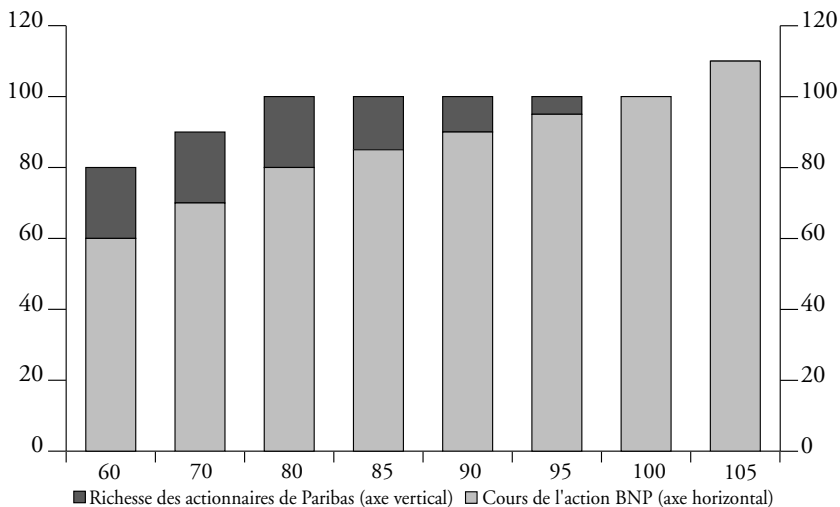
garantie assurant un cours minimum pour l'action de la cible à la date d'échéance.

Le certificat de valeur garantie peut également être utilisé dans le cadre d'une offre publique d'échange (OPE). Si le certificat permet d'inciter les actionnaires de la société cible à apporter leurs titres à l'offre, on parle de certificat de valeur garantie attractif. Il joue alors un rôle de garantie de cours et permet de limiter les problèmes d'asymétrie informationnelle supportés par la société cible concernant la valeur réelle des actions de la société initiatrice (Hausch et Seward, 1999). Son principal intérêt est de limiter l'écart d'évaluation entre l'acquéreur et la société cible concernant la valeur des actions de l'initiatrice et des synergies liées à l'opération (Chatterjee et Yan, 2008).

Dans sa lutte avec la Société Générale pour le contrôle de Paribas, la BNP avait utilisé cette méthode de paiement afin de convaincre les actionnaires d'apporter leurs titres à son offre. Le 1^{er} juillet 1999, la BNP avait en effet proposé 29 actions BNP et 13 certificats de valeur garantie pour 20 actions Paribas. Pour chaque certificat de valeur garantie détenu au 1^{er} juillet 2002 et dans la limite de 20 euros par certificat, les titulaires devaient percevoir une somme en euros égale à la différence, si celle-ci était positive, entre 100 euros et le cours de référence de l'action BNP.

303

Graphique 1
Richesse des actionnaires de Paribas en fonction du cours
de l'action BNP à l'échéance du certificat de valeur garantie
(en euros)



Source : d'après l'auteur.

Dans un contexte d'asymétrie informationnelle concernant la valeur des actions de l'acquéreur, les sociétés initiatrices qui possèdent de l'information leur permettant de penser que les gains liés à l'opération sont élevés ont intérêt à se différencier des sociétés initiatrices dont les gains liés à l'opération sont plus faibles. Selon le modèle d'Hansen (1987), la société initiatrice a alors intérêt à utiliser du numéraire pour financer son offre, car elle signale ainsi une sous-évaluation de ses actions. Cependant, cette stratégie peut se révéler particulièrement coûteuse si l'opération est financée par des dettes.

Selon Duhamel et Giai-Levra (1997) et Maillard (2002), le fait d'utiliser un certificat de valeur garantie est un signal concernant la qualité de la société initiatrice et du projet. Ainsi, le modèle proposé par Duhamel et Giai-Levra (1997) confirme que lorsqu'il existe une certaine incertitude concernant la valeur réelle de l'initiatrice, « l'émission d'un nombre approprié de certificats peut contribuer à rassurer les investisseurs ». Ainsi, l'adjonction de certificats de valeur garantie dans le cadre d'une offre en titres peut être une alternative intéressante aux offres en numéraire, en particulier lorsque l'acquéreur n'est pas capable de générer suffisamment de *cash* pour financer l'opération.

Les obligations convertibles

Alors que l'*earnout* est une méthode de paiement qui permet de résoudre les problèmes d'asymétrie informationnelle concernant la valeur de la société cible et que le certificat de valeur garantie permet de résoudre les problèmes d'asymétrie informationnelle concernant la valeur de la société initiatrice, les obligations convertibles permettent de résoudre ces problèmes des deux côtés, selon Finnerty et Yan (2006).

À titre d'illustration, nous pouvons citer la société américaine de média et de divertissement EchoStar Communications Corporation, qui a utilisé cette méthode de paiement pour financer une prise de participation dans la société française de haute technologie Archos SA. EchoStar a en effet annoncé avoir acquis, en décembre 2004, 1,427 million d'actions d'Archos (soit 23 % du capital) contre 7 M€ en obligations convertibles dans le cadre de négociation privée. Plus récemment (en juillet 2007), le groupe Danone a indiqué avoir également utilisé de la dette convertible lors de son OPA sur Koninklijke Numico NV.

Puisque l'obligation convertible est un titre hybride entre l'action et la dette, la partie dette de l'obligation convertible permet aux acquéreurs créateurs de valeur de signaler leur qualité à la société cible. Les acquéreurs de moindre qualité qui émettraient cette méthode de paiement pour financer une acquisition devraient faire face à une

augmentation de leur risque de faillite car les obligations convertibles auraient moins de chance d'être converties en actions. Ainsi, l'émission de dettes convertibles permet à l'acquéreur de qualité de se différencier des acquéreurs de moindre qualité, ce qui constitue un signal positif pour le marché.

Par ailleurs, la partie action de la dette convertible permet de limiter le risque d'excès de paiement pour les sociétés initiatrices de qualité. En effet, pour que l'obligation convertible protège l'acquéreur contre les problèmes d'asymétrie informationnelle concernant la valeur de la société cible, il est nécessaire que l'obligation soit convertie ultérieurement en actions. Or, l'obligation convertible sera convertie en actions si le cours de la société initiatrice est suffisamment haut lors de la période d'exercice de l'obligation convertible. Dès lors, une obligation convertible protégera mieux les acquéreurs de qualité contre un risque d'excès de paiement que les acquéreurs de moindre qualité.

La très grande majorité des études portant sur le choix de la méthode de paiement lors des opérations de fusion-acquisition se focalise sur la question de l'utilisation de numéraire ou d'actions pour financer une offre. Ces études montrent que dans un contexte d'asymétrie informationnelle, l'utilisation de *cash* se traduit par un risque d'excès de paiement pour la société initiatrice, alors que l'utilisation d'actions fait supporter un risque d'acquisition de titres surcotés pour les actionnaires de la société cible.

Au contraire, cet article s'est intéressé à l'utilisation des méthodes de paiement contingentes autres que les actions qui ont été utilisées dans le cadre de ces opérations. La principale explication à l'utilisation de ces méthodes de paiement est qu'elles permettent de limiter les problèmes d'asymétrie informationnelle liés à l'utilisation de numéraire et/ou d'actions. À partir d'exemples réels, nous avons montré comment les *earnouts*, les certificats de valeur garantie et les obligations convertibles peuvent être utilisés afin de limiter respectivement les problèmes d'asymétrie informationnelle du côté de la société initiatrice, de la société cible ou des deux.

NOTE

1. C'est-à-dire un paiement dont la valeur n'est pas connue immédiatement.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDRADE G., MITCHELL M. et STAFFORD E. (2001), « New Evidence and Perspectives on Mergers », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pp. 103-120.
- ASQUITH P., BRUNER R. et MULLINS D. (1987), « Merger Returns and the Form of Financing », *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices*.
- BROWN D. et RYNGAERT M. (1991), « The Mode of Acquisition in Takeovers : Taxes and Asymmetric Information », *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 653-669.
- CAIN M., DENIS D. et DENIS D. (2007), « Earnouts : a Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements », Purdue University, Département d'économie.
- CHATTERJEE S. et YAN A. (2008), « Using Innovative Securities under Asymmetric Information : why Do some Firms Pay with Contingent Value Rights », *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 43, pp. 1001-1035.
- CHEVALIER A. et REDOR E. (2007), « Le point sur les théories expliquant le choix de la méthode de paiement dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition », *Banque & Marchés*, vol. 88, pp. 46-54.
- DUHAMEL F. et GIAI-LEVRA P. (1997), « Les certificats de valeur garantie », *Banque & Marchés*, vol. 28, pp. 5-13.
- FINNERTY J. et YAN A. (2006), « Convertible Securities in Merger Transactions and the Resolution of the Double-sided Asymmetric Information Problem », EFA 2006 Zurich Meetings. Disponible sur le site : <http://ssrn.com/abstract=891576>.
- FISHMAN M. (1989), « Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 41-57.
- FRANKS J., HARRIS R. et MAYER C. (1988), « Means of Payment in Takeovers : Results for the United Kingdom and the United States », in *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, Auerbach A. (éd.), University of Chicago press.
- HANSEN R. (1987), « A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions », *Journal of Business*, vol. 60, pp. 75-95.
- HAUSCH D. et SEWARD J. (1999), « Mitigating the Corporate Valuation Problem in the Reorganization of Financially Distressed Firms : Transferable Put Rights and Contingent Value Rights », Graduate School of Business, University of Wisconsin-Madison.
- KOHERS N. et ANG J. (2000), « Earnouts in Mergers : Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay », *Journal of Business*, vol. 73, pp. 445-476.
- LELAND H. et PYLE D. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-387.
- MAILLARD D. (2002), « Le CVG (certificat de valeur garantie) dans les restructurations bancaires », Conservatoire national des arts et métiers, chaire de banque, *document de recherche*, n° 3.
- MARTYNOVA M. et RENNEBOOG L. (2006), « Mergers and Acquisitions in Europe », ECGI, *Finance Working Paper*, n° 114/2006.
- MASULIS R., WANG C. et XIE F. (2005), « Corporate Governance and Acquirer Returns », European Corporate Governance Institute, *Finance Working Paper*, n° 116/2006.
- MILLER M. (1977), « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 261-275.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.

- MYERS S. et MAJLUF N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- OFFICER M. (2004), « Collars and Renegotiation in Mergers and Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 2719-2743.
- ROSS S. (1977), « The Determination of Financial Structure : the Incentive-Signalling Approach », *Bell Journal of Economics*, vol. 8, pp. 23-40.
- TESSEMA A. (1989), « The Role of Medium of Exchange in Acquisitions », *Mid American Journal of Business*, vol. 4, pp. 39-45.
- TRAVLOS N. (1987), « Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firm's Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 943-963.
- WANSLEY J., LANE W. et YANG H. (1983), « Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment », *Financial Management*, vol. 12, pp. 16-22.
- WANSLEY J., LANE W. et YANG H. (1987), « Gains to Bidder Firms in Cash and Securities Transactions », *Financial Review*, vol. 22, pp. 403-414.
- YOOK K. (2003), « Larger Return to Cash Acquisitions : Signaling Effect or Leverage Effect ? », *Journal of Business*, vol. 76, pp. 477-498.

