



# Motivations et Conséquences des opérations de retrait de la cote: une étude internationale

Aurelie Sannajust

► **To cite this version:**

Aurelie Sannajust. Motivations et Conséquences des opérations de retrait de la cote: une étude internationale. Gestion et management. Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I, 2009. Français. <tel-00521176>

**HAL Id: tel-00521176**

**<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00521176>**

Submitted on 9 Oct 2010

**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.

Université d'Auvergne Clermont-Ferrand I  
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion  
Institut d'Administration des Entreprises

# Motivations et conséquences des opérations de retrait de la cote : une étude internationale

**Thèse de Doctorat**

*Pour l'obtention du titre de*

**Docteur en Sciences de Gestion**

*(nouveau régime)*

présentée et soutenue publiquement le 19 novembre 2009

par

**Aurélie SANNAJUST**

**JURY**

Directeurs de recherche : **M. Jean-Marin SERRE**

Professeur à l'Université de Clermont-Ferrand I

**M. Alain CHEVALIER**

Professeur à l'ESCP Europe

Rapporteurs :

**M. Philippe DESBRIERES**

Professeur à l'Université de Bourgogne

**M. Mike WRIGHT**

Professeur à Nottingham

Suffragants :

**M. Ulrich HEGE**

Professeur à HEC Paris

**M. Jean-Pierre VEDRINE**

Professeur à l'Université de Clermont-Ferrand I

*La faculté n'entend donner aucune approbation aux opinions émises dans cette thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

Année universitaire 2009-2010

## **UFR SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION**

### **DOYEN**

RENARD Mary-Françoise

### **ASSESEURS**

BRUN Jean-François

JONVAUX Rodolphe

### **PROFESSEURS**

ARCAND Jean-Louis

(en disponibilité du 01/09/2008 au 31/08/2010)

CAPELLI Sonia

COMBES Jean-Louis

COMBES Pascale

DEQUIEDT-MICHALON Vianney

DULBECCO Philippe

GAUTIER Frédéric

RENARD Mary-Françoise

ROTA GRAZIOSI Grégoire

SERRE Jean-Marin

VEDRINE Jean-Pierre

### **PROFESSEURS ASSOCIES**

MARSAUD Florian

### **PROFESSEURS CERTIFIES**

PROVOST Georges

### **PRAG**

BARRETT Patrick

BACHELARD Pascale

ROUX Marième

### **MAITRES DE CONFERENCES ASSOCIES**

JOURDAIN Didier

TIXIER Lionel

### **MAITRES DE CONFERENCES**

ARAUJO Claudio

AUBERT François

BATISSE Cécile

BERGOUGNOUX Michel

BRISARD Alain

BROCHART Françoise

BRUN Jean-François

CALPEL Stéphane  
COLOMBEL Lionel  
DIARD Marie-Claire  
DURY-SCHAFTER Marie-Eliette  
FOIRRY Jean-Pierre  
GRELET Claire  
GRIGORIOU Christopher  
GUERINEAU Samuel  
JONVAUX Rodolphe  
LAPORTE Bertrand  
MAILFERT Jean  
MANCEL-ALMA Elisabeth  
MARD Yves  
MARSAT Sylvain  
MARTIN VERDIER Elisabeth  
MARTIN-VEDRINE Sylvie  
MINEA Alexandru  
MONTEL Jean-Jacques  
RALET Patrick  
RAYNAUD Benoît  
ROUX Fabien  
**VIALLEFONT Anne**  
WILLIAMS Benjamin

**ATER**

**ALIOUI Sabrina**  
BALINEAU Gaëlle  
DJIMEU WOUABE Eric  
**KANGOYE Thierry**  
**OMGBA Luc**  
SANNAJUST Aurélie  
TRAORE Fousseini

**MONITEURS**

CALDEIRA Emilie  
DIARRA Gaoussou  
EHRHART Hélène  
PHILIPPOT Louis-Marie

**LECTEUR**

**BRENNAN Mary**

# Remerciements

Je souhaite adresser mes sincères remerciements à Messieurs Les Professeurs Jean-Marin SERRE et Alain CHEVALIER pour avoir encadré ce travail de doctorat. Leur disponibilité et leurs précieux conseils m'ont été d'une grande aide. J'espère sincèrement que ce travail répondra à leurs attentes et à leurs aspirations alors qu'ils m'ont accordé toute leur confiance durant cette recherche.

Le Professeur Mike Wright, pour son expérience académique et sa connaissance unique en la matière, par ses conseils, son aide et sa gentillesse, m'a permis de contribuer à l'élaboration de ma thèse. Charlie Weir, Professeur à Aberdeen en Ecosse, m'a aussi apporté son aide d'un point de vue économétrique ainsi que son soutien. Je souhaite les remercier profondément.

Effectuer un travail de recherche tel qu'un doctorat en Sciences de Gestion sans réaliser une étude empirique, présente peu d'intérêt, c'est la raison pour laquelle je tiens à remercier chaleureusement, Ulrich Hege, Professeur à HEC Paris, Monsieur Le Professeur Laoucine Kerbache, Doyen Associé à HEC, ainsi que Bernard Marois, Président du Club Finance de m'avoir fait profiter de l'accès aux bases de données de leur prestigieuse école. Sans eux, ce travail n'aurait jamais abouti.

Je remercie Monsieur Le Professeur Philippe Desbrières et Monsieur Le Professeur Mike Wright d'évaluer ma thèse en tant que rapporteurs ainsi que Messieurs les Professeurs Jean-Pierre Védrine et Ulrich Hege de participer à ce jury.

Certaines parties de ce travail ont fait l'objet à la fois de remarques extrêmement constructives et de vérifications, pour cela je tiens à remercier Yves Mard pour sa disponibilité, ses précieux conseils et son soutien. Benjamin Williams a toujours été présent tout au long de ma thèse en m'apportant son soutien, son aide et sa confiance, je le remercie très sincèrement. Je remercie aussi Sylvain Marsat et François Aubert pour leurs conseils avisés ainsi que Monsieur Emmanuel Malfait de chez Datastream pour m'avoir aidé à la recherche des cours boursiers de mon échantillon.

Je remercie Marie-Eliette Durry-Schafter, Marie Claire Diard et Agnès Carcenac ainsi que ma mère pour la relecture attentive du manuscrit et leurs critiques constructives.

Je souhaite aussi remercier mes parents pour leur patience, leur soutien et leur dévouement durant ces trois années, toute ma famille et mes amis qui ont contribué à l'aboutissement de ce travail de recherche.

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>2</b>
<b>CHAPITRE 1 : PUBLIC TO PRIVATE (PTOP) : LA SORTIE DE BOURSE.....</b>	<b>10</b>
<b>CHAPITRE 2 : TRAVAUX EMPIRIQUES SUR LES OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>48</b>
<b>CHAPITRE 3 : HYPOTHESES-METHODOLOGIE DE TEST-CHOIX DES DONNEES .....</b>	<b>97</b>
<b>CHAPITRE 4 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE MOTIVATION .....</b>	<b>137</b>
<b>CHAPITRE 5 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE ESTIMATION .....</b>	<b>191</b>
<b>CHAPITRE 6 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE IMPACT .....</b>	<b>236</b>
<b>CONCLUSION GENERALE .....</b>	<b>272</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>287</b>



# Introduction Générale

Les sociétés ont deux principaux moyens qui leur permettent de se financer : d'une part par l'autofinancement et d'autre part en faisant appel publiquement à l'épargne ou en levant des fonds. Cette dernière technique dite de financement externe se réalise grâce à leur cotation en bourse. La bourse leur permet ainsi de trouver un autre mode de financement à travers diverses techniques telles que les levées de fonds, l'appel public à l'épargne.

Selon l'Autorité des Marchés Financiers, en 2006, les introductions en bourse ont représenté 500 milliards de dollars en termes de fonds levés alors que les retraits d'entreprises cotées en Bourse ont pour leur part représenté 250 milliards de dollars. Pourquoi assiste-on à une telle proportion de sortie de la cote ? telle est la question que nous aborderons dans cette étude. De manière générale, pourquoi assiste-on à des retraits de la cote ?

Plusieurs raisons peuvent être évoquées :

- ⇒ la Bourse n'offre plus une liquidité suffisante aux actionnaires.
- ⇒ La cotation des titres devient très théorique car les investisseurs s'en désintéressent.
- ⇒ La société peut ne plus avoir besoin de la bourse pour accroître la notoriété de ses produits.
- ⇒ Les sociétés ont pu faire une erreur d'appréciation et se rendre compte que leur introduction en bourse n'aurait pas dû avoir lieu.
- ⇒ Les intérêts des actionnaires et des managers peuvent diverger (Jensen, 1989).
- ⇒ La société supporte des coûts liés à la cotation trop élevés par rapport à son chiffre d'affaires.
- ⇒ Un contexte économique défavorable ne leur permet pas de trouver le financement souhaité.

Ces quelques raisons citées peuvent expliquer l'évolution croissante des opérations qui se retirent de la cotation boursière. Elles sont regroupées sous le terme d'opérations de Public to Private. Au niveau mondial, le pays qui a connu pour la première fois ce phénomène, ce sont

les Etats-Unis au début des années 80. L'engouement de ces opérations a été tel que Jensen (1989) prédisait la fin des sociétés cotées pour ne laisser place qu'à des sociétés sorties de la Bourse. Ce développement fulgurant s'explique par le fait que de nombreux groupes voulaient se séparer de certaines de leurs filiales. L'Europe et plus particulièrement le Royaume-Uni, pays pionnier de ce phénomène pour ce continent, a connu ces opérations au milieu des années 80. Il fût le deuxième pays au niveau mondial à connaître ses premières transactions d'opérations de Public to Private. Les deux pays pionniers des opérations de Public to Private (Etats-Unis et Royaume-Uni), ont connu une croissance continue durant les années 1980 jusqu'à l'éclatement des différents scandales financiers où leur développement s'est considérablement réduit. Ce n'est qu'à la fin des années 90, en 1997, que leur regain est notable. Depuis elles ne cessent d'augmenter.

L'introduction de ce type d'opérations s'applique aussi pour l'ensemble des pays européens et notamment pour la France. En effet, le développement des opérations de Public to Private en France a été beaucoup plus tardif que dans les pays anglo-saxons : c'est à la fin des années 90 où les premières transactions sont apparues. Comme nous l'avons souligné précédemment, la conjoncture économique défavorable peut avoir un impact sur le développement de ces opérations : les sociétés cotées en Bourse ne trouvent pas assez de liquidités, les investisseurs se désintéressent des sociétés les moins rentables, elles se trouvent obligées de sortir de la bourse afin d'éviter un défaut de paiement. Par conséquent, les différentes crises économiques auxquelles font face ces sociétés telles que la crise immobilière en 2007 peut avoir un impact important sur leur développement. Ce constat est vérifié par Euronext Paris qui comptabilise un accroissement du nombre de sorties de la cote boursière depuis la bulle immobilière. De même, les petites capitalisations ayant un faible volume d'activité sur le marché des actions rencontrent beaucoup de difficultés à se financer sur le marché. De plus, les coûts de cotation en bourse que supportent les petites sociétés sont disproportionnés par rapport à leur faible capitalisation, ce qui rend leur structure financière d'autant plus fragile.

L'Asie est le dernier continent à découvrir ce phénomène. Ce n'est que dans les années 2000 et plus particulièrement au milieu des années 2000 que les premières opérations ont vu le jour. Ceci expliquera l'absence d'études empiriques sur ce sujet.

Parallèlement à cet accroissement des opérations de Public to Private, les recherches empiriques se sont développées et notamment dans les deux pays fondateurs (Etats-Unis et Royaume-Uni). Les auteurs se sont intéressés d'une part à déterminer les facteurs explicatifs des sorties de la cote boursière et d'autre part à étudier et à évaluer l'impact des opérations de

Public to Private sur la richesse des actionnaires. Les principales motivations testées et dont la significativité a été confirmée sont les suivantes : les opérations de Public to Private sont sous-évaluées par rapport à la moyenne du marché (Weir, Laing, Wright, 2005a) ce qui les contraint à sortir de la bourse, la sortie de la cotation leur procure des avantages fiscaux (Kosedag et Lane, 2002), elles peuvent résoudre le conflit d'intérêt qui existe entre les actionnaires et les managers (Weir, Laing, Wright, 2005b). En effet, ces deux acteurs n'ont pas les mêmes objectifs, leurs stratégies diffèrent ce qui entraîne une mauvaise gestion de la société. En sortant de la bourse, elles acquièrent un contrôle beaucoup plus concentré et efficace ce qui leur permet de faire converger les intérêts à la fois des actionnaires et des managers (Halpern, Kieschnick et Rotenberg, 1999). Concernant l'évaluation de l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires, deux indicateurs ont été étudiés (Renneboog, Simons, 2005) afin d'évaluer la richesse. Ils sont les suivants : la prime c'est-à-dire la rémunération que perçoivent les actionnaires lors de l'annonce de la sortie de la cote et la rentabilité anormale moyenne cumulée. Cette dernière fait appel aux études d'évènements élaborées par Fama et al. (1969). Les études effectuées concluent à un niveau moyen des primes égal à 40%. L'ensemble de ces études a été pour la plupart réalisé aux Etats-Unis dans les années 80. On remarque que, le niveau des primes accordées aux actionnaires s'est considérablement réduit passant ainsi de 40% en moyenne à 20% à peine (Kaplan (1989a) : 42% ; Lehn et Poulsen (1989) : 36% ; Geranio, Zanotti (2007) : 21%). Le contexte économique est l'un des principal facteur à l'explication de la réduction des primes. Quant au niveau de rentabilité anormale moyenne cumulée, il se situe entre 13 et 22% (DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984) : 22% ; Lehn et Poulsen (1989) : 16% ; Marais, Schipper et Smith (1989) : 13%) ; pour une fenêtre d'étude autour de l'annonce comprise entre un jour précédant l'annonce jusqu'au jour qui suit l'annonce. Ces résultats varient selon la zone géographique étudiée et selon la période. En effet, une étude récente réalisée au niveau européen (Geranio et Zanotti, 2007) estime que la rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 11% autour de l'annonce de l'opération. Soulignons que cette étude porte sur les années 2000 à 2005. Les études précédemment citées ont été réalisées dans les années 80.

Comme nous l'avons souvent souligné, les études empiriques réalisées sont essentiellement d'origine américaine ou anglaise et elles sont réalisées à un niveau national. C'est la raison pour laquelle notre travail se distingue par les raisons suivantes :

- ⇒ L'étude menée est internationale, l'échantillon comprend les opérations de Public to Private aux Etats-Unis, en Europe et en Asie.
- ⇒ Le continent asiatique est pour la première fois intégré dans une étude.
- ⇒ La période étudiée est récente : de 2000 à 2007.
- ⇒ L'analyse conjointe des facteurs explicatifs du retrait de la cote et de l'estimation de l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires.

Toutes ces raisons font que cette étude peut contribuer à apporter quelques éléments nouveaux à la littérature consacrée aux opérations de Public to Private. Comme le soulignent Renneboog et Simons (2008), la littérature des opérations de Public to Private souffre d'une insuffisance d'études sur d'autres pays que les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

Au terme de cette analyse, la problématique de cette recherche se décompose en trois étapes :

- ⇒ La première étape consiste à déterminer quelles sont les motivations des opérations de Public to Private. Elle est appelée la *Phase Motivation*.
- ⇒ La seconde nous amène à évaluer la richesse obtenue par les actionnaires. Cette deuxième étape est appelée *Phase Estimation*.
- ⇒ La troisième et dernière étape nous permet d'étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Cette dernière sera appelée *Phase Impact*.

Pour étudier ces trois étapes, une méthodologie rigoureuse a été menée tout au long de notre étude.

Dans un premier temps, nous allons esquisser des hypothèses qui nous permettront de déterminer quelles sont les principales motivations des opérations de Public to Private. La littérature théorique et empirique fournit plusieurs éléments de réponse (Renneboog, Simons, 2005 ; Renneboog, Simons et Wright, 2006). Pour notre étude nous nous sommes concentrés à huit facteurs explicatifs au retrait de la cote des sociétés qui sont les suivants :

- ⇒ Hypothèse d'économie fiscale
- ⇒ Hypothèse de réalignement des intérêts
- ⇒ Hypothèse de contrôle
- ⇒ Hypothèse de Free Cash Flow

- ⇒ Hypothèse de perspectives de croissance
- ⇒ Hypothèse des coûts de cotation
- ⇒ Hypothèse de protection anti-rachat
- ⇒ Hypothèse de sous-évaluation

La première étape consiste à déterminer quelles sont les motivations des opérations de Public to Private, deux méthodes ont été employées :

- ⇒ d'une part une analyse univariée a été réalisée afin de calculer la différence de moyenne entre les variables utilisées pour chaque hypothèse.
- ⇒ d'autre part une régression logistique binaire a été effectuée permettant ainsi de prendre l'ensemble des variables qui permettent d'étudier les huit hypothèses en interaction les unes avec les autres.

Le fait de mener conjointement ces études permet d'avoir une vision plus précise et une confirmation ou non des résultats obtenus de l'analyse univariée comme cela a été le cas pour l'étude de Achleitner, Betzer et Hintenamskogler (2008). Notons que pour réaliser une régression logistique binaire, nous constituons un échantillon de contrôle selon la technique de pairage.

La deuxième étape consiste à évaluer la richesse obtenue par les actionnaires lors de la réalisation d'une opération de Public to Private. Pour cela, deux indicateurs ont été retenus, la prime d'une part et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée. Ces derniers font l'objet de tests paramétriques (Kothari et Warner, 1997) et non paramétriques (Cowan, 1992). De plus, la rentabilité anormale moyenne cumulée implique le recours à la méthodologie de l'étude d'évènement où la rentabilité anormale a été calculée sur la période allant de -240 jours à + 20 jours.

La troisième et dernière étape a pour objet d'étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Pour cela, nous avons recours à une régression linéaire multiple dont les variables dépendantes sont respectivement la prime (modèle 1) et la rentabilité anormale moyenne cumulée (modèle 2) qui représentent toutes les deux la mesure de la richesse des actionnaires.

Pour réaliser ces trois étapes notre travail s'organisera de la manière suivante :

La première partie de notre recherche sera destinée à la présentation d'une revue de la littérature théorique et empirique sur le sujet des opérations de Public to Private, à la formulation des hypothèses à tester. Nous présentons dans la deuxième partie les résultats empiriques des analyses portant d'abord sur les motivations des sociétés à sortir de la cote boursière, ensuite sur l'estimation de la richesse des actionnaires et enfin sur l'impact des Public to Private sur la richesse des actionnaires.

Une présentation du mécanisme et de la mise en œuvre d'une opération de Public to Private est présentée dans le premier chapitre. Ce dernier comprend aussi l'évolution de ces opérations au niveau international ainsi que les différents attraits que procure la sortie de bourse pour les sociétés en difficulté. De plus, une comparaison internationale est réalisée montrant les différentes spécificités de chaque pays, les différentes règles à la fois juridiques et fiscales.

⇒ Dans un second chapitre, une synthèse de la littérature portant sur les opérations de Public to Private a été réalisée, elle s'organise de la manière suivante. Tout d'abord une analyse des motivations est réalisée. Ensuite, une synthèse de la littérature est présentée. Enfin, nous analysons les principaux articles de référence à l'étude réalisée.

Etant donné que la majorité des recherches a été effectuée sur le marché américain et que les résultats de ces investigations varient d'une étude à l'autre, il est aussi nécessaire de présenter leurs spécificités méthodologiques, c'est la raison pour laquelle des tableaux synthétiques selon les pays d'origines des études effectuées ont été réalisés.

Suite à la présentation de l'état de l'art de l'activité des opérations de Public to Private, nous formulons dans le troisième chapitre les hypothèses à tester qui sont scindées selon les phases étudiées. Ensuite, nous analysons la méthodologie employée. Enfin, une présentation détaillée de l'ensemble de l'échantillon est réalisée ainsi que ses différentes statistiques descriptives.

La deuxième partie de notre travail est consacrée à l'étude empirique, elle sera divisée en trois chapitres, chacun représentant une des phases caractérisant la problématique de notre analyse.

Le chapitre 4 est destiné à la présentation des résultats obtenus à l'issue des tests empiriques à travers l'analyse univariée et la régression logistique binaire. Les outils statistiques utilisés ont été détaillés. De plus, la constitution d'un échantillon de contrôle requis pour effectuer la régression logistique binaire a été conçue. La méthodologie employée qui est la technique de pairage est détaillée étape par étape pour la construction de l'échantillon de contrôle. A l'issue de cette étude consacrée à la *phase Motivation*, un profil type des opérations de Public to Private selon les zones géographiques a été dessiné.

Le chapitre 5 a pour vocation d'évaluer la richesse obtenue par les actionnaires lors des opérations de Public to Private. Pour cela deux indicateurs ont été retenus : d'une part la prime et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée. Le calcul de ces indicateurs a été réalisé étant donné qu'ils représentent la pierre angulaire du chapitre suivant. Des tests paramétriques et non paramétriques (Kothari et Warner, 1997 ; Cowan, 1992) ont été appliqués. Par ailleurs, des tests de comparaison ont été aussi réalisés afin de quantifier si les différences obtenues en termes de niveau de prime et de niveau de rentabilité anormale moyenne cumulée sont significatives. Enfin, les deux indicateurs mesurant la richesse ont été clairement définis, évalués et testés.

Le chapitre 6 et dernier de notre étude, est consacré à l'analyse de l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Les deux indicateurs estimés dans le chapitre précédent seront utilisés comme variables dépendantes pour les modèles de régression linéaire multiple réalisés afin d'étudier la *phase Impact*. A l'issue de ce chapitre, les principales sources de création de richesse aux actionnaires ont été déterminées.

Cette première partie est destinée à la présentation des contributions théoriques et empiriques portant sur les opérations de Public to Private au niveau international.

Le premier chapitre est réservé à la présentation du mécanisme des opérations de Public to Private dites aussi de PtoP. Par la suite nous présentons l'évolution de leur développement selon les zones géographiques retenues pour notre échantillon. Dans un troisième temps, nous détaillons la mise en œuvre de ces opérations avec les principales différences en termes juridiques et en termes fiscaux qu'impliquent ces dernières. Pour cela nous avons retenu deux exemples, celui de la France et celui du Royaume-Uni. Et enfin nous avons recensé les principaux motifs qui incitent les sociétés à se retirer de la cote. Ces derniers ont été comparés avec les avantages et inconvénients de la cotation boursière (schéma n°1).

Dans le deuxième chapitre, nous détaillons les principales motivations des opérations de Public to Private. Pour cela nous réalisons une synthèse de la revue de la littérature. Puis nous détaillons sous forme de tableaux synthétiques, les principaux résultats empiriques des recherches réalisées dans ce domaine.

Le troisième chapitre sera consacré dans un premier temps à la formulation des hypothèses à tester. Dans un second temps, nous présentons la méthodologie utilisée dans cette étude. Dans un troisième et dernier temps, nous expliquons la manière dont la base de données a été réalisée.



# Chapitre 1 :

## Public to Private (PtoP) :

### la sortie de bourse

La cotation en bourse et le retrait de la cote constituent deux principales orientations de développement d'une société. La mise en œuvre de la deuxième stratégie peut être réalisée par différentes techniques dont la majorité a été regroupée sous la nomination de Public to Private (PtoP).

Suite au développement de ces opérations, plusieurs recherches ont été effectuées et notamment aux Etats-Unis. Le courant de recherche se divise en deux, d'une part les auteurs ont tenté d'expliquer les différentes motivations des sociétés à sortir de la cote boursière et d'autre part ils ont étudié l'impact de ces opérations sur la richesse des actionnaires.

Les opérations de Public to Private se sont développées dans les années 80 aux Etats-Unis. C'est le premier lieu où sont nées ces opérations. Divers travaux ont été réalisés tels ceux de DeAngelo, DeAngelo et Rice, 1984 ; Kaplan, 1989. En Europe, ces opérations se sont principalement développées au Royaume-Uni quelques années après les Etats-Unis. Le reste de l'Europe Occidentale a attendu les années 90 pour commencer à voir naître ce phénomène. Par conséquent quelques études ont été réalisées au Royaume-Uni. On peut se référer à Weir, 2005 ; Wright, 2006. Concernant le reste de l'Europe, nous observons dans ce domaine une certaine carence. Un autre continent, tel que l'Asie, connaît un plein essor des opérations de Public to Private et n'a encore jamais connu d'étude empirique.

Se trouvant à un point d'intersection pluri-disciplinaire, les opérations de Public to Private font appel à différentes notions tant en économie industrielle, qu'en stratégie d'entreprise ou qu'en management.

Par ailleurs, ces transactions impliquent aussi quelques règles et mécanismes juridiques très particuliers. Ils sont très importants à la réalisation de ces dernières. De plus, le régime fiscal,

dans lequel les opérations de Public to Private se développent, a une influence sur celles-ci. Les gains obtenus diffèreront selon les pays.

Ainsi l'objectif de ce chapitre est triple :

- ⇒ D'abord, nous présentons de manière détaillée ce qu'est une opération de Public to Private.
- ⇒ Ensuite, nous décrivons l'évolution de ces opérations à l'échelle internationale.
- ⇒ Enfin, nous recensons les différents motifs de la sortie de cotation des sociétés.

## I. Qu'est-ce qu'une opération sous forme de Public to Private ?

*Cette première section est consacrée à la définition d'une opération de Public to Private.*

On observe depuis quelques années une tendance à l'augmentation du nombre d'entreprises à « sortir de la Bourse » c'est-à-dire à fermer leur capital au public ; c'est ce que l'on qualifie de « Public to Private », d'opérations de retrait de la cote (PtoP).

Selon l'EVCA (European Venture Capital Association), les opérations de Public to Private se définissent de la manière suivante : « une transaction qui implique une offre d'achat de l'ensemble du capital d'une société cotée par une nouvelle société suivie d'un re-enregistrement de la société cible comme une société retirée de la cote boursière (hors cote), est qualifiée de PtoP. L'actionnariat de la nouvelle société est d'ordinaire constitué de l'équipe managériale de la société cible et des pourvoyeurs de capitaux privés. Le financement additionnel de l'offre est normalement assuré par d'autres pourvoyeurs de dettes ».

Les opérations de Public to Private regroupent toutes les sociétés cotées qui décident de sortir de la bourse ; elles sont aussi synonymes des *going private*. Une société est dite de *going private* lorsque la valeur de la société est remplacée par la participation au capital d'investisseurs privés. La société est radiée de la Bourse et ne peut plus être achetée sur un marché ouvert. Le terme *going private* est très couramment utilisé dans la littérature anglo-saxonne et peut se définir tel que le font deux auteurs, Land et Hasselbach (2000) : « passer au privé peut être défini comme « le passage d'une société publique cotée (*public company*) à une société fermée, dont les actions ne sont pas publiquement négociables (*private company*) ».

Dans la littérature américaine, beaucoup de synonymes sont employés pour désigner un Public to Private. On rencontre souvent les termes de LBO, MBO ou *going private*. Ces termes sont employés indifféremment. Les différences qui existent entre eux sont assez subtiles et n'interfèrent pas dans notre étude. En effet, comme le soulignent, Lehn et Poulsen (1989), un nombre de termes peut être utilisé de manière indifférente pour décrire le changement de statut d'une société passant du « secteur public » au « secteur privé ».

L'emploi du terme LBO se justifie par le fait que les Public to Private sont largement financées par de la dette comme les LBO (Weir, Laing, Wright, 2005).

Selon une étude réalisée par Arthur D Little et AFIC le Public to Private dit PtoP, est une opération qui consiste à :

- ⇒ racheter le capital d'une entreprise cotée...
- ⇒ avec la participation d'un investisseur financier et à l'aide d'une structure à effet de levier (montage LBO)...
- ⇒ et à retirer cette entreprise de la cote.

Lors d'une opération de Public to Private, la société acquise est retirée de la cotation en Bourse et se retrouve affranchie du contrôle public. La société n'est désormais plus contrainte de communiquer ses activités, elle n'est plus liée à des contrôles continus de ses opérations et ne subit plus de coûts liés à la cotation.

Au vue de l'ensemble de ces définitions, nous constatons que les opérations de Public to Private représentent une des formes possibles d'opérations de rachat de société tout en ayant ses propres caractéristiques.

Les sociétés en PtoP ont pour particularité :

- ⇒ d'être financées par des sociétés de Private Equity.
- ⇒ d'avoir recours à la dette, à une dette massive (ce qui les caractérise des opérations de rachat classiques tels que les OPA ou OPE qui elles, sont généralement financées par de la trésorerie ou par une augmentation de capital).

Comme nous avons constaté plusieurs définitions des opérations de Public to Private sont disponibles. Pour une meilleure visibilité, nous réalisons ci-dessous un tableau récapitulatif :

Tableau n° 1 : Synthèse des définitions d'une opération de Public to Private

Sources	Définition d'une opération de Public to Private (PtoP)
EVCA (European Venture Capital)	<b>Un PtoP se définit comme étant une transaction qui implique une offre d'achat de l'ensemble du capital d'une société cotée par une nouvelle société suivie d'un re-enregistrement de la société cible comme une société qui se retire de la cotation boursière (hors cote).</b>
Land et Hasselbach (2000)	<b>Une transaction sous forme de PtoP peut être définie comme le convertisseur d'une société publique cotée (public company) à une société fermée, dont les actions ne sont pas publiquement négociables (private company).</b>
Arthur D Little et AFIC (2004)	<b>Un PtoP consiste à racheter le capital d'une entreprise cotée avec la participation d'un investisseur financier et à l'aide d'une structure à effet de levier (montage LBO) puis à retirer cette entreprise de la cote.</b>
	<b>Les PtoP consistent à fermer leur capital au public et à sortir de la bourse.</b>
<i>Synonymes</i>	<i>Going private, LBO, MBO</i>

## **II. Evolution internationale des opérations de Public to Private**

Après avoir défini un Public to Private, nous analysons l'évolution du développement de ces opérations. Pour cela, nous réalisons cette étude à échelle internationale pour plusieurs raisons :

- ⇒ D'une part, pour constater que ces opérations ne se cantonnent pas uniquement à une échelle nationale.
- ⇒ D'autre part, pour avoir une vision globale de l'ampleur des Public to Private.

De plus, l'échelle internationale constitue l'un des attraits majeurs de notre étude.

Nous nous intéressons aux quatre zones géographiques de notre étude à savoir les Etats-Unis, l'Europe (hors Royaume-Uni), le Royaume-Uni et l'Asie.

### **A. Les Etats-Unis**

Le marché américain a vu naître les premières opérations de Public to Private dans les années 80. En effet, à cette époque, de nombreuses opérations de rachat hostiles ou de restructurations se sont développées. Comme le soulignent Mitchell et Mulherin (1996) il y a eu 75% des sociétés américaines cotées qui ont, soit été des cibles, soit ont subi des restructurations entre 1982 et 1989. Par ce fait, les opérations de PtoP se sont fortement développées à travers le montage LBO. On peut évoquer deux phénomènes exogènes à cet essor :

- ⇒ D'une part, de nombreux grands groupes voulaient se séparer de leurs filiales.
- ⇒ D'autre part, de nouvelles innovations financières en matière de LBO se sont créées.

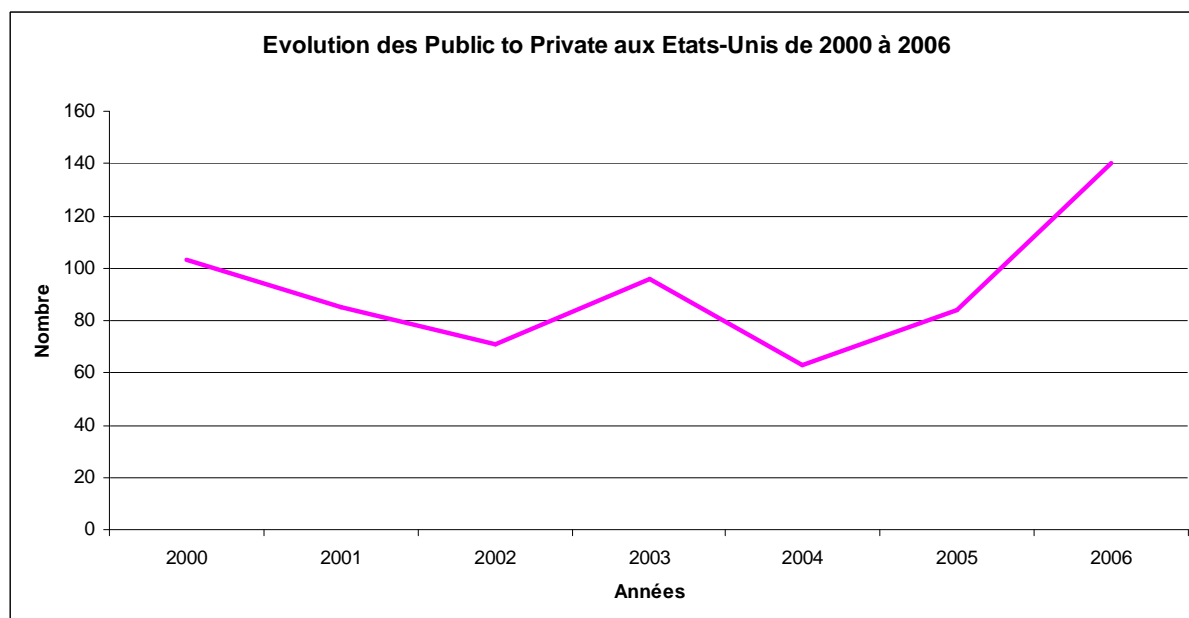
Cet engouement et ce fort essor pour les PtoP au début des années 80 a même permis à Jensen (1989) de parler de « la fin des sociétés cotées pour ne laisser place qu'à des sociétés « privées » ». La première vague des transactions de Public to Private s'est réalisée avec une

valeur égale à 250 billions de dollars (Opler et Titman, 1993). Ensuite les scandales financiers ont éclaté et le nombre de Public to Private s'est brutalement réduit.

La vague croissante de ces opérations n'est réapparue qu'à la fin des années 90 en 1997. Ces opérations ont connu un certain regain du fait que : les sociétés de faible capitalisation avec un faible volume d'activité sur le marché des actions rencontraient de nombreuses difficultés financières. De plus, elles subissaient aussi des coûts liés à la cotation en bourse disproportionnés par rapport à leur faible capitalisation (effet de Sarbanes-Oxley Act) (Renneboog, Simons, 2005).

Le marché des transactions de Public to Private aux Etats-Unis a atteint en valeur un record historique en 2006. Les rachats d'importantes sociétés telles que HCA Inc par Investor Group pour 32.1 milliards de dollars ou FreeScale Semiconductors Inc par Firestone Holdings LLC pour 17.4 milliards de dollars ont représenté 60% de la valeur totale des PtoP réalisés cette année.

Graphique 1 : Evolution des Public to Private aux Etats-Unis de 2000 à 2006



Source : Thomson One Banker

## B. Le Royaume-Uni

Nous avons volontairement scindé le Royaume-Uni et le reste de l'Europe Occidentale car le Royaume-Uni est le pays pionnier en Europe de ces opérations. En effet, ce dernier a suivi de près les Etats-Unis en instaurant pour la première fois un Public to Private en 1985 (Wright, Chiplin, Robbie et Albrighton, 2000) : la première transaction concernée la société Gomme, Raybeck. Au début, ces opérations étaient surtout recommandées par le management et pouvait aussi être une réponse à une offre hostile lancée par un concurrent. L'engouement a été très important même si le montant des transactions échangé était inférieur à celui constaté aux Etats-Unis. Cette vague s'est effondrée dans les années 90 avec l'éclatement des scandales tel que le MBO sur Magnet Plc. En voie de réponse à ce problème, l'organe régulateur qui administre le City Code sur les Fusions Acquisitions, le Takeover Panel a adopté des règles plus drastiques. Ainsi l'activité des Public to Private comme aux Etats-Unis, s'est effondrée dans les années 90 pour ne reprendre qu'à partir de 1997.

Ce regain peut s'expliquer par différentes raisons telles que :

- ⇒ Un meilleur accès à l'information pour les apporteurs de capitaux.
- ⇒ Un engagement et une participation accrue de la part des managers.
- ⇒ Un plus grand attrait de la part des actionnaires.

Comme nous l'avons évoqué, le Royaume-Uni a toujours été présent dans le secteur des Public to Private. Jusqu'en 2000, il totalisait un volume de transactions supérieur à celui de tous les pays d'Europe Continentale et ceci à lui tout seul. A l'heure actuelle, c'est le pays le plus actif de l'Europe en termes de nombre de transactions et en termes de volumes échangés. Ceci peut s'expliquer par le fait que la réglementation est plus souple. De plus, le Royaume-Uni est un pays où le capital des entreprises est traditionnellement très dispersé ce qui facilite la réalisation et le succès de telles opérations. Renneboog, Simons et Scholes (2006) observent une prime moyenne de 41% lors des opérations de Public to Private au Royaume-Uni, ce qui est largement supérieur à celles observées par exemple en France ou dans le reste de l'Europe Occidentale.



### C. L'Europe

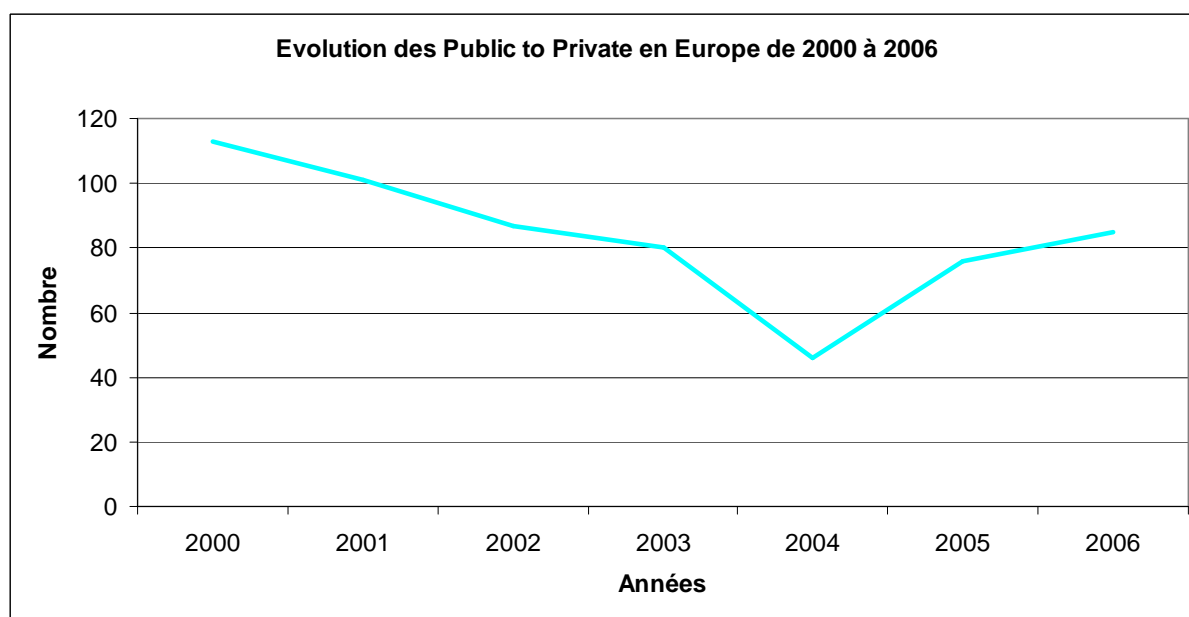
En Europe (hors Royaume-Uni), les opérations de Public to Private se sont développées essentiellement grâce à deux pays, la France et la Hollande. Avant 1996, la grande majorité de cette activité était concentrée dans ces deux pays. Les premières transactions ont été enregistrées en France dès 1985-1986 puis en Suède, au Danemark, aux Pays-Bas en 1988. Les transactions effectuées représentent un faible volume des transactions totales, elles représentaient entre 3 et 6% entre 1999 et 2006. Cependant en termes de valeur, la proportion est beaucoup plus importante, entre 15 et 25% entre 1999 et 2006.

En France, le marché des PtoP se caractérise essentiellement par les cessions d'entreprises familiales et par les cessions de filiales cotées de sociétés. Sur le marché français, une des plus importantes transactions a été la reprise de la société Legrand par les fonds d'investissements Wendel et KKR. Elle se dénote des autres car il ne s'agit ni d'un rachat d'une entreprise familiale ni d'un rachat d'une filiale cotée. La transaction a été rendue obligatoire par la commission européenne.

Ces opérations se développent d'autant plus que les fonds de gestion alternative, les *hedge funds*, s'intéressent à elles du fait de leur rendement très intéressant.

En moyenne, en France, les primes offertes aux actionnaires sortant pour les opérations de PtoP s'élèvent à 17%.

Graphique 2 : Evolution des Public to Private en Europe de 2000 à 2006



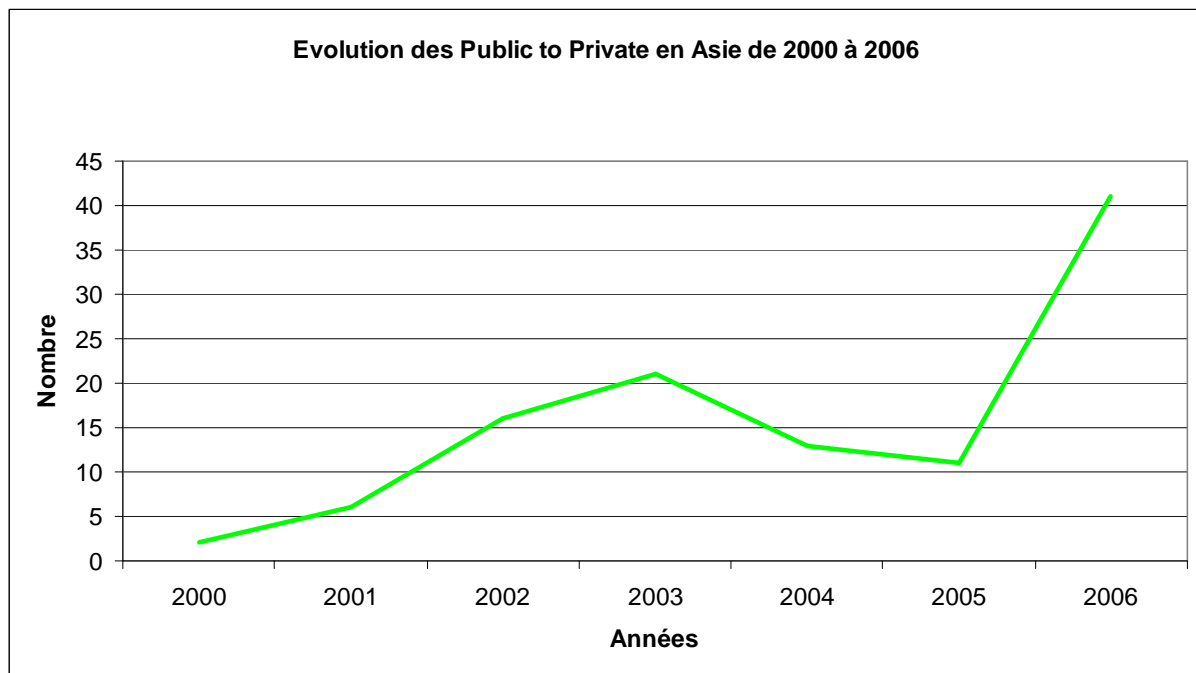
Source : Thomson One Banker

De plus, Kaplan et Strömberg (2008) montrent qu'entre 2005 et Juillet 2007, les *going private* en Europe ont représenté 34.5% de l'ensemble du volume de rachat de sociétés qui s'élève à 1.6 trillion de dollars, ce qui les caractérise de « premier deal type ».

#### D. L'Asie

L'Asie, bien qu'elle représente un très grand continent, n'a vu ses premières opérations de PtoP qu'à la fin des années 90. Ces transactions ont commencé leur développement de manière timide pour maintenant croître de plus en plus. D'où notre grand intérêt à étudier cette nouvelle naissance de PtoP en Asie.

Graphique 3 : Evolution des Public to Private en Asie de 2000 à 2006



Source : Thomson One Banker

### **III. Le déroulement d'une opération de Public to Private**

*La section III fera l'objet d'une étude plus précise des Public to Private. En effet, nous décrivons la mise en place réelle de ces opérations. Celles-ci diffèrent selon les zones géographiques en terme de législation. Le mécanisme reste toutefois identique.*

*Nous nous intéresserons à deux zones géographiques distinctes, le Royaume-Uni et la France.*

La sous-performance des indices boursiers, la faible capitalisation boursière ont freiné le développement de certaines sociétés cotées qui, cherchant la notoriété et la liquidité de leurs titres, se retrouvent avec de lourdes et coûteuses contraintes réglementaires à respecter. Les sociétés de capital-investissement ne cachent plus l'intérêt qu'elles portent aux sociétés susceptibles de recourir au Public to Private.

Les opérations de PtoP sont de plus en plus attrayantes et en pleine progression d'autant plus que la crise continue à affecter les marchés. Toutefois la mise en œuvre d'une telle opération est assez délicate. En effet, elle fait appel à différentes notions très vastes, trois grands domaines sont ciblés : le droit des sociétés, le droit boursier et le droit fiscal.

Elle s'articule autour de deux phases : d'une part elle s'analyse en une offre publique d'achat (OPA) nécessaire au ramassage des titres suivie d'autre part d'une opération de retrait de la cote.

Cependant, la procédure de retrait de la cote diffère selon les modalités de chaque pays. Pour cela, nous étudions deux cas, celui du Royaume-Uni et celui de la France, deux entités faisant partie chacune d'une zone géographique de notre échantillon. Comme nous le constaterons dans les chapitres suivants, notre étude a pour vocation d'analyser les motivations et la performance des opérations de Public to Private au niveau international. Cette échelle internationale est représentée par quatre zones géographiques : les Etats-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et l'Asie. Nous avons scindé l'Europe et le Royaume-Uni car ce dernier a une législation différente des autres pays de l'Europe Occidentale et il fût surtout, le pays pionnier des PtoP et dont le développement de ces transactions est le plus important. La prise en compte du Royaume-Uni dans notre échantillon européen aurait pu nous apporter un biais et une sur-représentativité.

Dans le paragraphe suivant nous étudierons la procédure de mise en place d'une opération de Public to Private au Royaume-Uni d'une part et en France d'autre part.

#### A. La mise en place d'un retrait de la cote au Royaume-Uni

Au Royaume-Uni (RU), l'organe qui régule les marchés financiers est le FSA (Financial Services Authority), l'homologue de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour la France. Cet organe de régulation peut enquêter et condamner et peut aussi, contrairement aux actions de l'AMF, définir les règles de fonctionnement des marchés. Toutefois l'organe qui régit les opérations publiques au RU est le Takeover Panel. C'est une organisation qui a été créée en 1968, elle est indépendante. Elle a pour compétence de réguler l'ensemble de ces opérations et de s'assurer que les actionnaires sont traités de manière équitable. Les règles qui régissent ces opérations ont été réalisées par des professionnels de la finance et sont regroupées dans le City Code on Takeovers and Mergers (The Takeover Code, 6 Avril 2007).

La procédure de rachat se réalise sur la base d'une OPA (Offre Publique d'Achat).

Le Takeover Panel a pour objectif de vérifier si les six principes régis par le code sont respectés. Ils sont les suivants :

- ⇒ Tous les actionnaires d'une même classe d'action sont traités de manière équitable. Si un actionnaire acquiert le contrôle d'une société, les actionnaires minoritaires doivent être protégés.
- ⇒ Les actionnaires d'une société doivent avoir suffisamment de temps et d'informations pour prendre leur décision concernant l'offre. Le comité de direction est, quant à lui, tenu de donner son avis sur l'offre et l'impact qu'elle aura sur l'emploi.
- ⇒ Le comité de direction doit agir dans l'intérêt de la société et ne doit pas empêcher les actionnaires de pouvoir décider des mérites de l'offre.
- ⇒ Le marché ne doit pas être faussé par l'opération ou les rumeurs qui y sont liées.
- ⇒ Lorsqu'il annonce une offre, l'acquéreur doit être en mesure de financer l'achat de l'ensemble des actions et dérivées.
- ⇒ Le déroulement d'une offre ne doit pas trop affecter la manière dont la cible conduit les opérations.

Pour étudier la mise en place de ce retrait de la cote, nous procédons en quatre étapes, nous décrivons d'abord la mise en place d'une offre publique d'achat (OPA), ensuite nous évoquerons le droit d'achat obligatoire, puis le retrait de la cote et enfin la procédure de fusion réglementaire.

### 1. L'Offre Publique d'Achat (OPA)

Une offre publique d'achat (OPA) représente une procédure financière par laquelle une personne physique ou morale fait publiquement connaître aux actionnaires d'une société cible son intention de prendre le contrôle de celle-ci en acquérant leurs titres à un prix supérieur au cours officiel. Elle peut être obligatoire ou volontaire :

- ⇒ Elle est obligatoire dans le cas où un actionnaire ou un groupe d'actionnaires atteint le seuil de 30% des droits de vote ou s'ils procèdent à une acquisition significative entraînant un changement de pourcentage alors qu'ils se trouvent entre 30 et 50% des droits de vote.
- ⇒ Elle est volontaire dans tous les autres cas.

Le prix ne peut pas être remis en cause par le Takeover Panel, contrairement à l'AMF. Cependant quelques règles doivent être respectées permettant d'assurer une équité entre les différents actionnaires.

Elles sont au nombre de cinq :

- ⇒ Si l'acquéreur a acquis des titres de la cible lors des trois mois précédant le lancement de l'offre, le prix proposé ne doit pas être inférieur au prix maximum payé lors de ces transactions.
- ⇒ Si une fois l'offre lancée, l'acquéreur procède à des transactions à un prix supérieur au prix de l'offre, il est tenu de faire une nouvelle offre à un prix au moins égal à celui de cette transaction.
- ⇒ Si dans les douze mois précédant le lancement de l'offre ou pendant l'offre, l'acquéreur achète pour plus de 10% des droits de vote payés en cash, il est tenu de proposer une offre en cash à un prix égal au prix le plus haut qui a été payé lors de ces transactions.

- ⇒ Si l'acquéreur effectue une transaction payée en cash pendant le déroulement de l'offre, il doit effectuer une offre en cash pour l'intégralité du capital.
- ⇒ Si dans les trois mois précédant le lancement de l'offre ou pendant l'offre, l'acquéreur achète des actions portant sur plus de 10% des droits de vote de la cible, payées avec ses propres actions, alors il est tenu de proposer une offre payable en actions.

De manière concrète cet organe de régulation impose aussi quelques règles :

- ⇒ Un intermédiaire financier agréé lance l'offre et cède avec l'avis du Takeover Panel, l'ensemble des actions achetées à son client.
- ⇒ Dès qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires lance une OPA, il doit publier une annonce.
- ⇒ Un mois après cette annonce, un document détaillé doit être réalisé.
- ⇒ L'offre doit être conditionnée par un seuil d'acceptation des actionnaires de la cible qui peut aller de 50 à 90%, seuil auquel le rachat obligatoire des minoritaires peut être mis en œuvre.
- ⇒ Dès que l'offre est lancée, elle est ensuite irrévocable sauf dans deux cas extrêmes : si les autorités de contrôle de la concurrence refusent l'offre ou si le seuil évoqué dans la précédente règle n'est pas atteint.
- ⇒ L'acquéreur doit effectuer une offre comparable aux actionnaires de toutes les classes d'action, sans faire une offre particulière à certaines personnes, que ce soit les porteurs d'options ou que ce soit les porteurs d'obligations convertibles ; aucun régime de faveur ne doit être fait.

Par ailleurs, avant le lancement de l'opération, les opérations d'audit par l'acheteur doivent être réalisées.

De plus, l'acheteur a la possibilité de sécuriser l'apport d'une partie des actionnaires actuels. Pour cela, trois niveaux d'engagement peuvent être réalisés ; ils sont les suivants :

- ⇒ Engagement dur (*hard irrevocable*) : où un actionnaire accepte d'apporter ses titres à un acheteur donné quoiqu'il arrive.
- ⇒ Engagement moyen (*semi hard irrevocable*) : où en cas d'offre concurrente, l'actionnaire donnera une chance à l'acheteur avec lequel il a signé un contrat, de

s'aligner sur une offre concurrente. S'il s'aligne, il donnera en principe la préférence à cet acheteur.

⇒ Engagement mou (*soft irrevocable*) : où l'actionnaire peut changer d'avis et apporter ses titres à une offre concurrente plus avantageuse.

L'ensemble de ces engagements sera stipulé dans le document détaillé que doit remettre l'acheteur.

De plus, avant le lancement de l'offre, l'actionnaire doit déclarer le nombre d'actions qu'il a en sa possession dès qu'il dépasse le seuil de 3% des droits de vote. L'ensemble des achats massifs sont régulés par les Substantial Acquisition Rules (SARs). Ses règles ont pour principal objectif :

- ⇒ D'éviter le changement de contrôle d'une entreprise sans que le directoire ait une chance de formuler une réponse.
- ⇒ D'interdire une personne morale ou à un groupe de personnes morales d'acheter plus de 10% du capital lors d'une période de sept jours consécutifs et cela sans le consentement du comité de direction.

Néanmoins, il faut noter que ses règles ne sont pas applicables :

- ⇒ Si l'achat conduit le groupe d'actionnaires à posséder entre 15 et 30% du capital.
- ⇒ Si les actions sont achetées par un seul actionnaire.
- ⇒ Si l'offre publique n'est pas lancée.

De plus, lorsque les actions sont achetées, cela peut conduire à des mouvements spéculatifs de la part des actionnaires. Si ce comportement conduit à des risques spéculatifs alors le Takeover Panel peut exiger de l'acquéreur potentiel la clarification de ses intentions.

Le Takeover Code prévoit aussi que l'offre doit d'abord être annoncée à la cible et à son conseil. Lorsque celle-ci est hostile, un simple appel téléphonique suffira. Dès que la cible est informée, l'annonce doit être rendue publique ; le Takeover Panel essaiera d'agir au mieux pour éviter que l'acheteur ne se rétracte. Dans le cas où l'acquéreur a été pris de court par une fuite d'information, il peut alors publier un *holding announcement*.

Lorsque l'annonce est réalisée, l'acquéreur a au maximum vingt huit jours pour publier et communiquer le document d'offre aux actionnaires. L'offre est ainsi officiellement ouverte.

Remarques :

Dans le cas où il ne s'agit pas d'une offre préparée conjointement avec le comité de direction de la cible, celui-ci aura quatorze jours pour donner son avis sur l'offre qui vient d'être présentée. Sans avis publié à la fin de ce délai, l'offre est considérée comme hostile.

Dans le cas où l'offre n'aurait pas été préparée conjointement par les deux parties, la cible dispose de trente neuf jours à compter du début de l'offre pour publier une information financière mise à jour.

Si un seuil d'acceptation a été fixé par l'acquéreur alors il doit après le début de l'offre lever cette condition au minimum vingt et un jours et au maximum soixante jours après le début de l'offre. Si tel n'est pas le cas, alors l'offre échoue. Dès lors que cette condition est levée, l'offre est déclarée inconditionnelle.

Si d'autres conditions suspensives ont été notifiées dans le document d'offre alors elles doivent être levées au maximum quatre-vingt un jours après le début de l'offre. L'offre devient entièrement inconditionnelle. Le paiement des titres apportés doit s'effectuer quatorze jours après que l'offre soit devenue totalement inconditionnelle.

## 2. Le droit d'achat obligatoire

Lorsque l'acquéreur a fait part de son offre inconditionnelle, les minoritaires ont une estimation assez exacte de la part de capital rassemblée par l'acquéreur. Dans le cas où ce seuil est très élevé, ils profiteront de l'offre pour apporter leurs titres et éviter de se retrouver dans une situation où la liquidité sur les titres serait trop faible.

De plus, si l'acquéreur, à la fin de l'offre publique, a rassemblé 90% des titres (hormis ceux qu'il détenait avant l'offre), il aura un délai de quatre mois pour effectuer une procédure de rachat obligatoire. Celle-ci est réglementée par le Companies Act de 1985. Elle dure six semaines et les actionnaires peuvent critiquer l'offre en faisant appel à un expert indépendant.



### 3. Le retrait de la cote

Si 75% des actionnaires sont d'accord, alors la procédure de radiation de la cote peut être effectuée. Les actionnaires minoritaires ne peuvent pas émettre un avis à l'encontre de cette radiation. La procédure sera décrite dans le *handbook* de la FSA. Elle nécessite l'information de l'ensemble des actionnaires au moins vingt et un jours avant la date de retrait.

### 4. La procédure de fusion réglementaire

Cette procédure s'apparente à une conciliation entre une offre publique et une alternative au rachat des minoritaires ; elle est connue sous le nom de *Scheme of Arrangement*. Elle a pour objectif de pouvoir effectuer une réorganisation rapide du capital de la société. Elle se justifie de la manière suivante :

- ⇒ Elle permet aux créiteurs d'une société de reprendre le pouvoir sur les actionnaires lorsque la société n'est plus en mesure d'honorer ses obligations envers les premiers.
- ⇒ Elle permet aux actionnaires de simplifier le capital d'une société.

Par ailleurs, un schéma d'arrangement peut être proposé par la cible à l'acquéreur ou à l'ensemble des créiteurs.

Deux conditions sont à connaître :

- ⇒ Si la cible propose un schéma d'arrangement à un acquéreur, cet arrangement doit être accepté lors d'un vote où sont représentés 75% des actionnaires et par 50% des actionnaires présents lors du vote.
- ⇒ Si elle propose un schéma d'arrangement à l'ensemble des créiteurs, alors il doit être accepté lors d'un vote où sont représentés 75% des actionnaires et par 50% des créiteurs présents lors du vote.

Lorsque cet arrangement est voté, il sera remis à la Haute Cour pour approbation. Dès la remise de la décision de la Cour, il est immédiatement mis en place.

Cette approche a l'avantage de ne pas obliger l'ensemble des actionnaires à participer à cette séance.

Néanmoins elle présente deux inconvénients :

- ⇒ Elle est réalisée à l'initiative de la société cible et ne peut être appliquée que dans le cas d'une offre amicale.
- ⇒ Elle est assez coûteuse en temps et le contrôle n'est acquis qu'à la fin de la procédure. Lorsque l'offre est publique, l'acquéreur est libre de déclarer l'offre totalement inconditionnelle dès qu'il a atteint 50% des droits de vote.

## 5. Synthèse

La mise en œuvre de ces opérations au Royaume-Uni est considérée par les marchés financiers comme un moyen permettant de réduire les inefficiences du marché et des managers.

### B. La mise en place d'un retrait de la cote en France

En France, contrairement au Royaume-Uni, un seul organe de régulation est dédié pour tout régir : l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). La loi lui confère un pouvoir d'enquête et de sanction.

#### 1. L'Offre Publique d'Achat (OPA)

Une offre publique d'achat (OPA) représente une procédure financière par laquelle une personne physique ou morale fait publiquement connaître aux actionnaires d'une société cible son intention de prendre le contrôle de celle-ci en acquérant leurs titres à un prix supérieur au cours officiel. Elle peut être obligatoire ou volontaire :

- ⇒ Elle est obligatoire dans le cas où un groupe d'actionnaires (ou un seul actionnaire) franchit le seuil de 33% du capital ou des droits de vote ou s'il acquiert 2% du capital ou des droits de vote alors même qu'il en possède déjà entre 33% et 50%.
- ⇒ Elle est volontaire dans les autres cas.

L'acquéreur doit faire part de l'offre qu'il soumet selon laquelle il s'engage à acheter à un prix donné et pendant une période donnée, l'ensemble des titres qui lui seront apportés. Comme pour la plupart des cas, l'acheteur veut que son offre aboutisse, le prix offert est supérieur au cours de bourse actuel. L'offre réalisée doit porter sur l'intégralité des titres donnant accès au capital (actions mais aussi les *stock options*, les obligations convertibles, les bons de souscriptions).

L'offre peut prendre différentes formes : amicale, non-sollicitée puis amicale ou alors hostile. En principe, les opérations de Public to Private font l'objet d'offre amicale même si les offres hostiles ne sont pas à exclure.

L'initiateur de l'offre doit ensuite déposer un document auprès de l'AMF où l'identité de l'initiateur, ses intentions, ses relations avec la cible, sa situation financière, sa part du capital déjà détenue et la justification du prix proposé doivent être stipulés. Une fois déposée, l'offre est en général irrévocable. Toutefois, l'initiateur peut inclure dans sa note d'opération un seuil de validité de l'offre, de sorte qu'à la fin de l'OPA, si ce seuil de capital récolté n'est pas atteint, l'offre sera déclarée caduque. Cependant, l'AMF n'apprécie pas que les offres contiennent de telle clause, aussi elle peut la rendre non valide.

Après l'étude du dossier, l'AMF émet son avis. Pour cela, elle se base sur les justifications du prix donné à travers le cours de bourse, la valeur patrimoniale et les synergies futures éventuelles. En effet, elle peut rejeter l'offre dès lors que le prix ne semble pas être conforme à la juste évaluation de la cible. Concernant les offres publiques de retrait, les critères suivants sont pris en compte permettant d'estimer l'évaluation de la cible :

- ⇒ Les perspectives d'activité.
- ⇒ Les filiales.
- ⇒ Les bénéfices réalisés.
- ⇒ La valeur boursière.
- ⇒ Les comparaisons boursières.
- ⇒ Les transactions récentes.

Le dépôt du dossier de l'offre publique auprès de l'organe de régulation des marchés financiers implique la suspension des cours. Cette suspension des cours a pour but d'éviter les mouvements spéculatifs sur le titre en raison d'informations incomplètes. Cependant elle est

très brève, quelques heures suffisent. La reprise de la cotation intervient en principe après la publication de l'avis de la recevabilité de l'offre.

Dès l'approbation de l'AMF, le lancement de l'offre est publié et l'offre peut suivre son cours. La durée minimale de l'offre est égale à vingt cinq jours pour les offres amicales et de trente cinq jours pour les offres hostiles. Les actionnaires ont le choix, ils peuvent :

- ⇒ Soit conserver leurs titres,
- ⇒ Soit les apporter,
- ⇒ Soit les céder sur le marché.

Dès lors qu'ils acceptent l'offre, leur décision d'apport devient irrévocable sauf dans le cas où une offre concurrente est déposée. Cependant cette dernière doit être déposée au maximum cinq jours avant la fin de l'offre précédente et doit proposer un prix supérieur d'au moins 2% au prix de l'offre en cours.

Toutes les opérations effectuées par l'initiateur de l'offre et de la cible doivent être déclarées et l'ensemble des échanges doit s'effectuer sur les marchés réglementés sur lesquels le titre est admis. L'initiateur de l'offre peut racheter des titres de la cible sur le marché au prix qu'il a proposé pour l'offre dans le cas où ils les achètent à un prix supérieur, il sera obligé de déposer une nouvelle offre avec un prix supérieur à la précédente d'au moins 2%.

## 2. Sécuriser une part substantielle du capital

La réglementation ne permet pas de fixer un seuil de renonciation supérieur aux deux tiers du capital, les fonds ont pour habitude de sécuriser une part substantielle du capital avant de lancer officiellement une offre.

L'engagement d'apport est un contrat signé entre un vendeur et un acheteur. En signant ce contrat, le vendeur s'engage à apporter ses titres lorsque l'acheteur lance une offre. Cet engagement est révocable dans le cas où une autre offre plus avantageuse est faite par un autre acquéreur.

Lorsque l'on se trouve dans la situation où un actionnaire ou un groupe d'actionnaires agissent ensemble, il est souhaitable de négocier avec lui les modalités d'achat avant de lancer l'offre. Dans ce cas, la transaction peut avoir lieu à un prix totalement déconnecté du prix de

marché et elle sera effectuée hors marché par l'intermédiaire d'une banque désignée. Néanmoins, cette transaction doit suivre quelques règles :

- ⇒ La transaction envisagée peut faire l'objet :
  - Soit d'actions ou d'autres titres donnant ou pouvant donner accès directement ou indirectement au capital ou aux droits de vote.
  - Soit sur des titres de créance.
- ⇒ Le montant de la transaction envisagée doit dépasser 5% de la capitalisation boursière pour les actions ou titres assimilés ou 30 000 € pour les titres de créance.
- ⇒ La demande faite par l'investisseur au prestataire doit être exprimée par écrit pour chaque transaction envisagée.

Les négociations relatives aux modalités de cession sont effectuées bien avant l'opération de rachat sur les marchés afin de réduire au maximum les frais superflus jusqu'à ce que l'opération soit assurée.

### 3. La garantie de cours

L'acheteur peut être confronté à trois situations selon le pourcentage de parts de capital qu'il détient. Les trois situations sont les suivantes :

- ⇒ Lorsqu'un acheteur se trouve dans la situation où il s'est porté acquéreur de 33% de parts de capital, il est dans l'obligation de lancer une offre à destination des minoritaires.
- ⇒ Lorsqu'un acheteur a acquis une part comprise entre 33 et 50% du capital ou des droits de vote ou s'il n'a obtenu que des engagements d'apport de la part des actionnaires cédants il pourra lancer une OPA.
- ⇒ Lorsqu'un acheteur a acquis une part supérieure à 50% du capital ou des droits de vote, il pourra lancer une OPAS (OPA Simplifiée) sauf dans la situation où les titres ont été acquis auprès d'un seul cédant auquel cas, ce sera une garantie de cours.

Dans ce dernier point, l'acquéreur s'engage à racheter les actions des minoritaires au même prix que celui auquel a eu lieu la transaction. La durée de validité minimale de l'offre est de dix jours.

#### 4. L'Offre Publique de Retrait (OPR)

L'Offre Publique de Retrait (OPR) se définit comme étant une offre proposée par un actionnaire ou un groupe d'actionnaire qui détient au minimum 95% des droits de vote. L'objectif est de retirer la société de la cote.

Une offre contenant une évaluation multicritère doit être déposée auprès de l'AMF. La valorisation de l'offre est contrôlée par un expert indépendant agréé par l'AMF. Cette étape est appelée l'obtention d'une attestation d'équité.

Par ailleurs, le retrait peut être proposé par l'actionnaire majoritaire comme par un actionnaire minoritaire, toutefois pour notre étude relative au retrait de la cote d'une société, seul le cas où le retrait est effectué par l'actionnaire majoritaire sera étudié.

Au final, nous nous retrouvons dans la situation où le retrait est initié par l'actionnaire majoritaire détenant au moins 95% des droits de vote de la société cotée. Lors d'une OPR, l'initiateur s'engage à acquérir l'ensemble des titres de la société visée qui seront présentés à l'offre tout en respectant les principes de légalité, d'intégrité et de loyauté dans les transactions. Comme toute offre publique d'acquisition, l'offre publique de retrait doit en principe viser la totalité des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée.

Il en est de même que pour l'OPA, le projet d'offre publique de retrait doit être jugé recevable par les organes de régulation des marchés financiers. La recevabilité de cette offre se fait selon différents critères, on peut en citer quelques-uns :

- ⇒ Les objectifs et les intentions de l'initiateur.
- ⇒ Le prix en fonction des critères spécifiques.
- ⇒ Le seuil en deçà duquel l'initiateur s'est réservé la faculté de renoncer à son offre.

Comme nous l'avions précisé, l'offre publique de retrait peut être rejetée par les organes de régulation dès lors que le prix ne semble pas être conforme à la juste évaluation de la cible.

Dès lors que l'offre est acceptée par les organes de régulation, l'offre publique de retrait est réalisée, les titres sont aussitôt radiés du marché réglementé où ils étaient inscrits.

Le transfert des titres se réalise de la manière suivante : l'actionnaire ou le groupe majoritaire d'actionnaires doit verser le montant correspondant à l'indemnisation de ces titres dans un compte bloqué à cet effet.

## 5. Synthèse

Comme nous l'avons constaté, la mise en œuvre d'une opération de Public to Private en France est assez complexe.

### C. L'expérience en France et à l'échelle internationale

#### 1. En France

Face aux nombreuses difficultés auxquelles doivent faire face les opérations de Public to Private en terme de réglementation juridique et fiscale (comme nous l'avons évoqué dans le paragraphe précédent), leur développement a été assez tardif et lent. Toutefois, on peut recenser quelques opérations réalisées et qui sont de taille importante :

- ⇒ 2000 : De Dietrich dont la société a été reprise à 150 millions d'euros.
- ⇒ Printemps 2001 : Créatifs et Labeyrie, le leader français du saumon fumé et du foie gras.
- ⇒ 2008 : Clarins.

Nous constatons que les transactions des sociétés en Public to Private sont de faible ampleur dans le sens où sur les trois dernières années, entre vingt et trente opérations ont été effectuées pour moins de deux milliards d'euros. En principe, les transactions se réalisent sur des offres comprises entre 50 et 250 millions d'euros.

#### 2. Au Royaume-Uni

Le Royaume-Uni, pays pionnier des opérations de Public to Private en Europe, connaît un développement et un essor beaucoup plus précoce et plus important que ses voisins. Ceci peut s'expliquer par le fait que le seuil d'intégration est fixé à 90% du capital ce qui est davantage propice à leur développement. C'est une opération courante outre-Manche.

Nous constatons que les principales cibles des sociétés à devenir un Public to Private au Royaume-Uni sont :

- ⇒ D'une part les sociétés de technologies en raison de leurs grandes difficultés et de leurs doutes relatifs à leur comptabilité.
- ⇒ D'autre part, certaines entreprises de taille moyenne cotées depuis plusieurs années en bourse et contrôlées par un groupe d'actionnaires limité qui souhaite rendre liquide tout ou partie de leur participation. Un nombre assez important de sociétés répondent à ces caractéristiques.

Quelques exemples de sortie de bourse :

- ⇒ 2007 : Alliance Boots.
- ⇒ 2007 : EMI Group.
- ⇒ 2000 : MEPC.

### 3. Aux Etats-Unis

Comme cela a été précisé dans les paragraphes précédents, les opérations de Public to Private ont connu leur naissance aux Etats-Unis. Ce pays est le symbole même du développement de ces transactions. Cependant, le fait qu'aux Etats-Unis, une société se retire de la cote et acquiert un statut privé est considéré comme une punition provenant des autorités boursières : c'est une caractéristique peu connue mais extrêmement présente au sein des marchés financiers américains.

Nous citons par la suite plusieurs exemples :

- ⇒ Les actions de la société eLot Inc. ont été menacées de sortir de la cote et notamment d'être retirées des négociations sur le Nasdaq car leur valeur s'est effondrée. Elles sont passées de 10 dollars au début de l'année 2000 à 9 centimes de dollars une année après, en Avril 2001. Ainsi, les autorités ont décidé de menacer la société afin qu'elle retire ses actions de la cote. Les dirigeants de celle-ci n'avaient aucunement envie de sortir leur société de la cotation.



La société eLot Inc. est une société de la branche Internet ce qui implique auprès du Nasdaq quelques règles à respecter dont celle où les actions doivent maintenir un prix d'au moins un dollar par action afin de pouvoir rester cotées. Les dirigeants de la société ont négocié et se sont vu retirer leurs actions du Nasdaq National Market (le plus prestigieux où figurent les sociétés telles que Microsoft et Sun Microsystems) pour aller sur le Nasdaq Small Cap Market qui est plus adapté à la taille de la société.

Cet exemple n'est pas le seul. En effet les conséquences de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies ont été désastreuses ; la preuve par les chiffres suivants : en mai 2001, 205 sociétés ont été retirées du Nasdaq pour diverses raisons contre 240 pour l'année 2000 entière.

De plus, le marché du Nasdaq Small Cap Market a lui aussi certaines règles à respecter dont celle où le cours des actions des sociétés ne doit pas être inférieur à 1 dollar pendant plus de 30 jours consécutifs et si elle ne parvient pas à se redresser pendant un temps qui lui est accordé. Ces sociétés doivent conserver une valeur de marché d'au moins égal à 35 millions de dollars ou un profit annuel d'au moins égal à un demi million de dollars.

#### D. Exemple de sortie de bourse : le cas de la société Virbac

##### 1. Historique

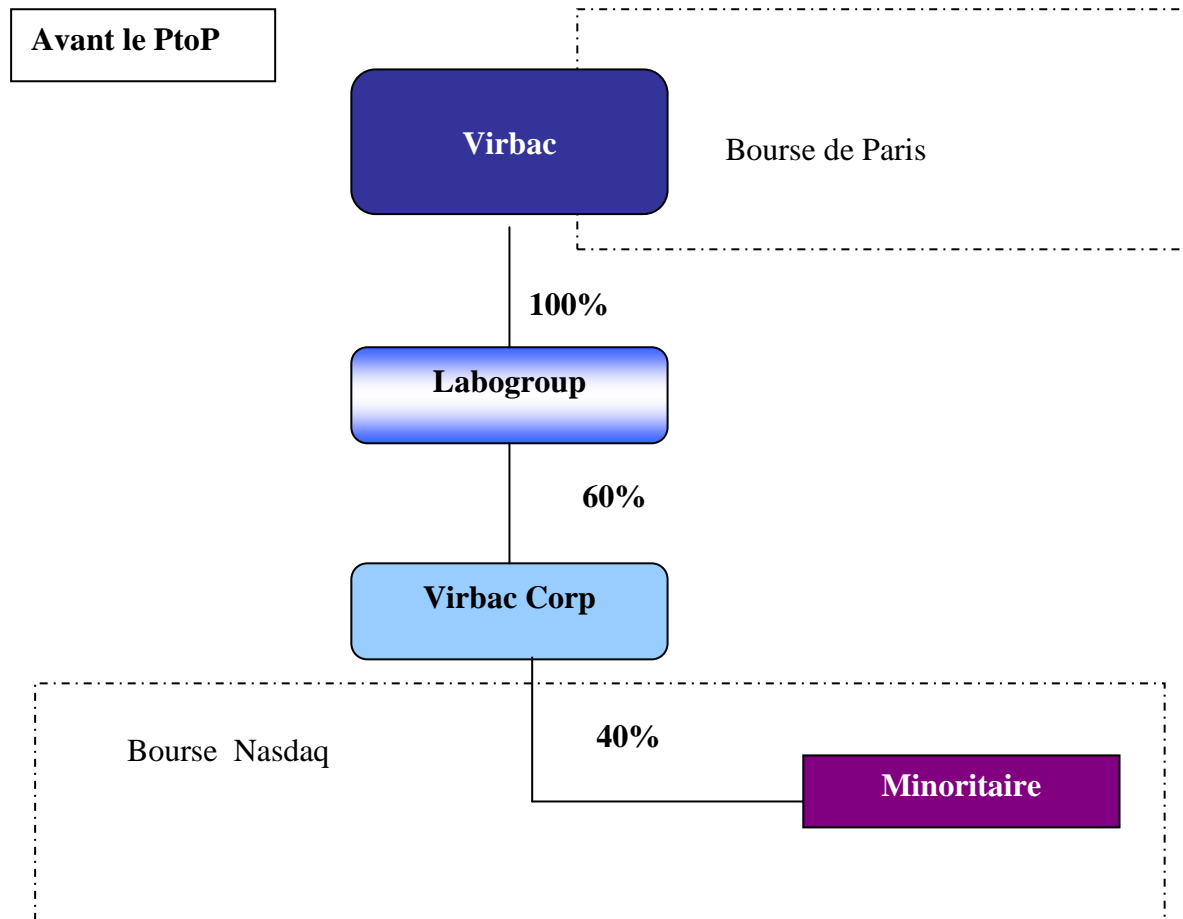
La société Virbac S.A. a été fondée en 1968 à Carros près de Nice. Cette société est exclusivement dédiée à la santé animale et se positionne au 9<sup>ème</sup> rang des laboratoires mondiaux dans ce secteur. Ses diverses gammes de vaccins et de médicaments permettent la prévention et le traitement des principales pathologies des animaux de compagnie et des animaux d'élevage. Elle est présente commercialement dans plus de 100 pays et dispose de 24 filiales à l'étranger. Ce groupe rassemble donc 2500 collaborateurs. Virbac S.A. est cotée à la bourse des valeurs de Paris (Euronext) depuis 1985.

Virbarc Corporation, filiale du groupe, a été établi à Forth Worth au Texas. Elle commercialise des produits vétérinaires sous les noms de Soloxine, C.E.T. Home Dental Care.

## 2. Schéma avant le Public to Private

Voici le schéma représentatif de la société Virbac et de la filiale Virbac Corporation :

Graphique n° 4 : La Société Virbac et la filiale Virbac Corporation avant le Public to Private



## 3. Raisons du retrait de la cote de Virbac Corporation

Elles sont au nombre de trois, les trois principales :

- ⇒ Supprimer les risques que font peser une cotation de filiale sur le marché américain.
- ⇒ Eviter les coûts prohibitifs de la cotation pour une petite société.
- ⇒ Permettre la mise en œuvre d'une stratégie globale dans toutes les fonctions clés de la société.

## 4. Déroulement de l'opération

### 4.1 Première étape

La première étape se résume de la manière suivante : une Offre Publique d'Achat sur Virbac Corporation a été réalisée par le biais de Labogroup Holding, Inc. qui est une filiale indirecte à 100% de Virbac S.A.. Cette offre a pour objet de porter sur la totalité des actions, non encore détenues, soit 39.7% du capital à un prix de 4.15 dollars par action. Ceci représente un prix global d'achat d'environ 37 millions de dollars.

Le communiqué de presse daté du 1<sup>er</sup> Novembre 2006 a été le suivant : « Virbac S.A. (Euronext) et Virbac Corporation (Nasdaq) ont annoncé que Labogroup Holding a conclu avec succès son Offre Publique d'Achat (OPA) portant sur les actions ordinaires de Virbac Corporation, non encore détenues par Virbac S.A. et ses filiales. Virbac S.A. et ses filiales détiennent maintenant environ 97.2% du capital social de Virbac Corporation. L'offre publique d'achat ainsi que le droit de retrait des actions apportées ont expiré le Mardi 31 Octobre 2006 à minuit heure de New York et Labogroup a accepté la livraison des actions en contrepartie du paiement du prix d'achat, prévu à partir du 6 Novembre 2006 ».

D'après le rapport de l'établissement dépositaire de l'opération, Labogroup a acquis environ 8 406 393 actions dans le cadre de l'OPA. Virbac S.A. a l'intention d'acquérir les actions restantes par le biais d'une fusion simplifiée. Suite à cette fusion, il sera adressé aux actionnaires de Virbac Corporation n'ayant pas apporté leurs actions à l'offre publique d'achat, des instructions détaillées leur précisant comment recevoir le paiement de leurs actions ou exercer leur droit à une détermination judiciaire de la valeur de leurs actions. Une fois la fusion effectuée, Virbac Corporation sera une filiale indirecte à 100% de Virbac S.A.

Virbac Corporation adressera à la S.E.C<sup>1</sup> et au Nasdaq des demandes de radiation de la cote des actions ordinaires de Virbac Corporation et effectuera la fusion simplifiée.

---

<sup>1</sup> S.E.C. : Securities and Exchange Commission

## 4.2 Deuxième étape

La deuxième et dernière étape consiste à acquérir les actions restantes par le biais d'une opération de fusion absorption de Labogroup Holding, Inc. par Virbac Corporation.

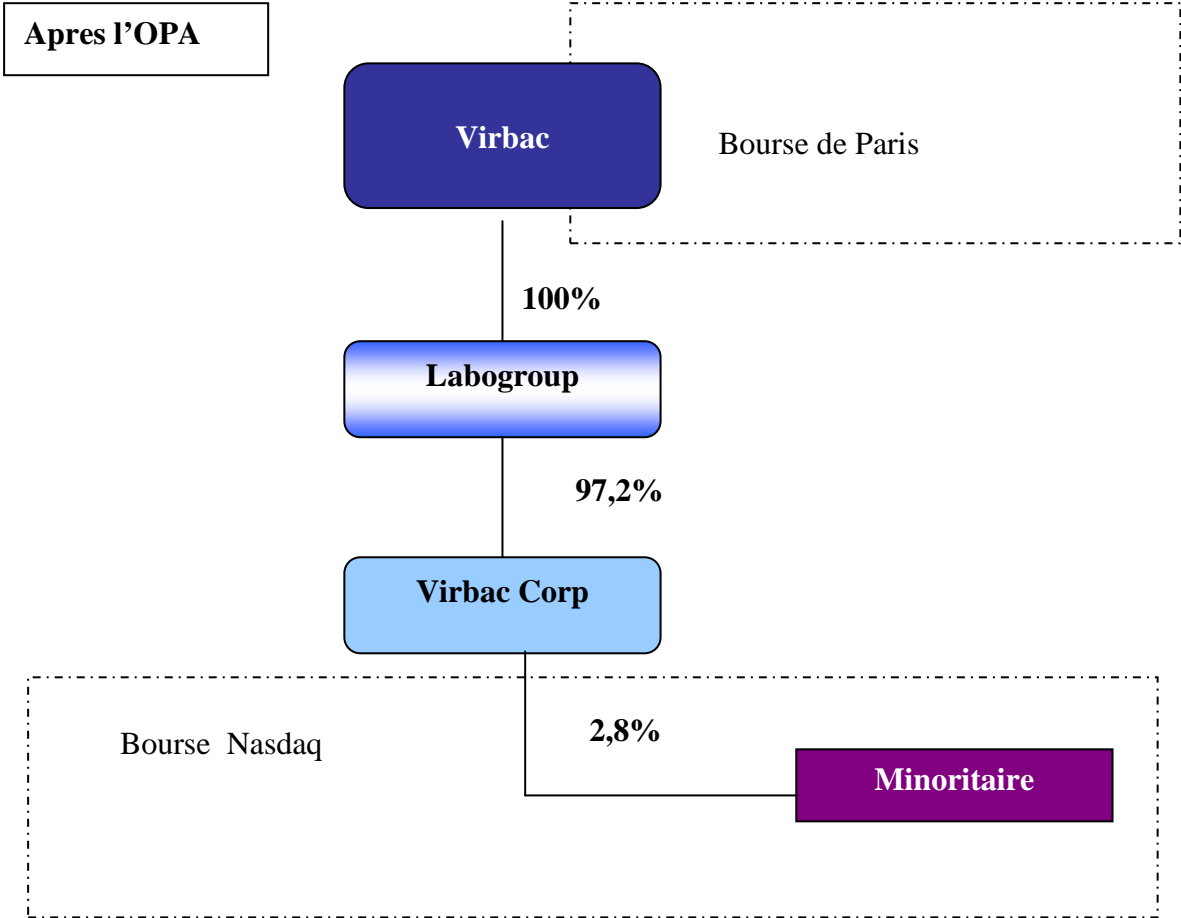
Le communiqué de presse du 13 Novembre 2006 était le suivant :

Virbac S.A (Euronext) et Virbac Corporation (anciennement Nasdaq) ont annoncé le 13 Novembre 2006 la conclusion de l'opération de fusion-absorption de Labogroup Holding Inc par Virbac Corporation. Du fait de cette opération, Virbac Corporation est maintenant une filiale à 100% du Groupe Virbac.

Dans le cadre de cette fusion, chacune des actions ordinaires de Virbac Corporation (autres que celles détenues par Labogroup) donne droit à recevoir 5.75 dollars en numéraire. Des informations portant sur les procédures permettant de convertir les actions ordinaires de Virbac Corporation en numéraire ou sur l'exercice de droit à une détermination judiciaire de la valeur des actions seront adressées aux anciens actionnaires de Virbac Corporation le 14 Novembre 2006.

D'où le schéma à la page suivante :

Graphique n° 5: La Société Virbac et la filiale Virbac Corporation après le Public to Private



## IV. Les motifs de sortie de la cote des sociétés

*Dans cette section nous tentons d'évoquer l'ensemble des motivations qui font que les sociétés décident de se retirer de la bourse. D'ordinaire, les études se focalisent davantage sur les raisons qui incitent les actionnaires à introduire leur société en bourse, la question inverse est plus rarement étudiée.*

*Nous en avons recensé cinq.*

### A. Un contexte boursier difficile

Lors des années boursières fastes, des centaines de petites et moyennes sociétés s'introduisent en bourse pour lever des fonds. Ce fut le cas lors de la bulle des nouvelles technologies, ces sociétés ont levé des fonds dans le but de financer leurs dépenses en recherche et développement. Cependant, parmi ces sociétés nouvellement cotées, un certain nombre d'entre elles, l'ont fait de manière un peu trop précoce par rapport à leur développement. Après l'éclatement de la bulle, elles ont été délaissées par les investisseurs et les analystes. C'est aussi le cas pour la bulle immobilière. Les cours boursiers se sont effondrés et le prix des actions de ces sociétés est inférieur au prix d'introduction. Parfois, la capitalisation boursière est inférieure aux capitaux propres comptables. Ces sociétés se sont retrouvées dans la situation où la levée de nouveaux fonds est devenue impossible, leur expansion devient ainsi compromise. Par conséquent la stratégie préalablement mise en place relative à l'introduction en bourse s'avère être un frein à leur développement, l'effet attendu était bien évidemment l'inverse. La société devient sous-évaluée, aucun investisseur ne souhaite investir dans la société, elles doivent supporter des coûts importants, la seule solution pour ces dernières est de se retirer de la cote. Comme le soulignent Achleitner, Betzer, Hinterramskogler (2008), les opérations de Public to Private sont toujours plus attractives lorsque le marché est baissier.

### B. Des coûts de cotation importants

Les sociétés cotées en bourse subissent le coût lié à être cotées sur un marché. Ces coûts depuis quelques années, ont tendance à augmenter du fait que les réglementations sont de plus en plus exigeantes dans le but d'éviter de réitérer les épisodes des scandales financiers aux

Etats-Unis (Enron...). En effet, les coûts liés aux audits et aux assurances sont en augmentation. Par ailleurs, de nouvelles exigences s'ajoutent et alourdissent ainsi leurs charges dans le sens où les sociétés cotées ont tout intérêt à accéder aux deux nouveaux segments d'Euronext qui sont Next Economy, qui regroupent toutes les sociétés dont les métiers de base s'inscrivent dans les secteurs traditionnels et Next Prime qui prend en compte les sociétés dont les métiers de base sont les technologies. En échange, les sociétés doivent respecter des obligations supplémentaires, elles doivent :

- ⇒ Publier des rapports financiers trimestriels.
- ⇒ Editer leurs documents en anglais.
- ⇒ Assurer une mise à jour continue de leur site Internet.

De plus, selon la loi de 2001 concernant les nouvelles régulations économiques (NRE), les sociétés doivent présenter les conséquences à la fois sociales et environnementales de leurs activités à partir de la publication du rapport annuel relatif à l'exercice ouvert à partir du 1<sup>er</sup> Janvier 2002. De même, la cotation représente aussi une importante implication en terme de temps de la part des dirigeants. On peut citer l'exemple d'une société où ses coûts de cotation s'élevaient à 150 000€ par an et lui prenait 20% de son temps.

### C. Une plus grande liberté de gestion

Lorsque les sociétés se retirent de la cote, elles peuvent davantage se concentrer sur une vision à plus long terme des stratégies employées et des perspectives mises en place contrairement à ce qu'elles faisaient lorsqu'elles étaient cotées. En effet, les marchés financiers ont une vision à court terme voire à très court terme maximum six mois. Dans le secteur non coté, les sociétés ont plus de temps pour faire leurs preuves et bénéficient de plus de souplesse pour changer de modèle économique en cas d'erreur. En effet, si elles emploient par malchance une stratégie un peu moins « bonne », elles ne seront pas sanctionnées par le prix de leurs actions. De plus, en se retirant de la cote, les sociétés se concentrent davantage sur leur gestion à long terme et sur les stratégies qu'elles vont employer, que sur la publication de leur prochain rapport semestriel ou trimestriel pour certaines.

#### D. Une garantie contre les prises de contrôle hostiles

Comme nous l'avons présenté dans le premier paragraphe de cette section, les sociétés présentant de faible liquidité et de faible capitalisation sont sous-évaluées. Néanmoins, le fait qu'une société reste durablement cotée en dessous de sa valeur intrinsèque peut avoir des conséquences : elle suscite l'intérêt de certains investisseurs à réaliser une OPA hostile. Ainsi le fait de réaliser une opération de Public to Private permet au management de conserver d'une part une certaine liberté dans la gestion de leur entreprise et d'autre part de se couvrir contre toute éventuelle prise de contrôle hostile de la part d'entreprises concurrentes. Ces dernières profiteront de la sous-évaluation de la société pour réaliser une croissance externe à moindre coût. La maîtrise de la gestion de la société constitue une des principales raisons qui incite le management à effectuer un retrait de la cote.

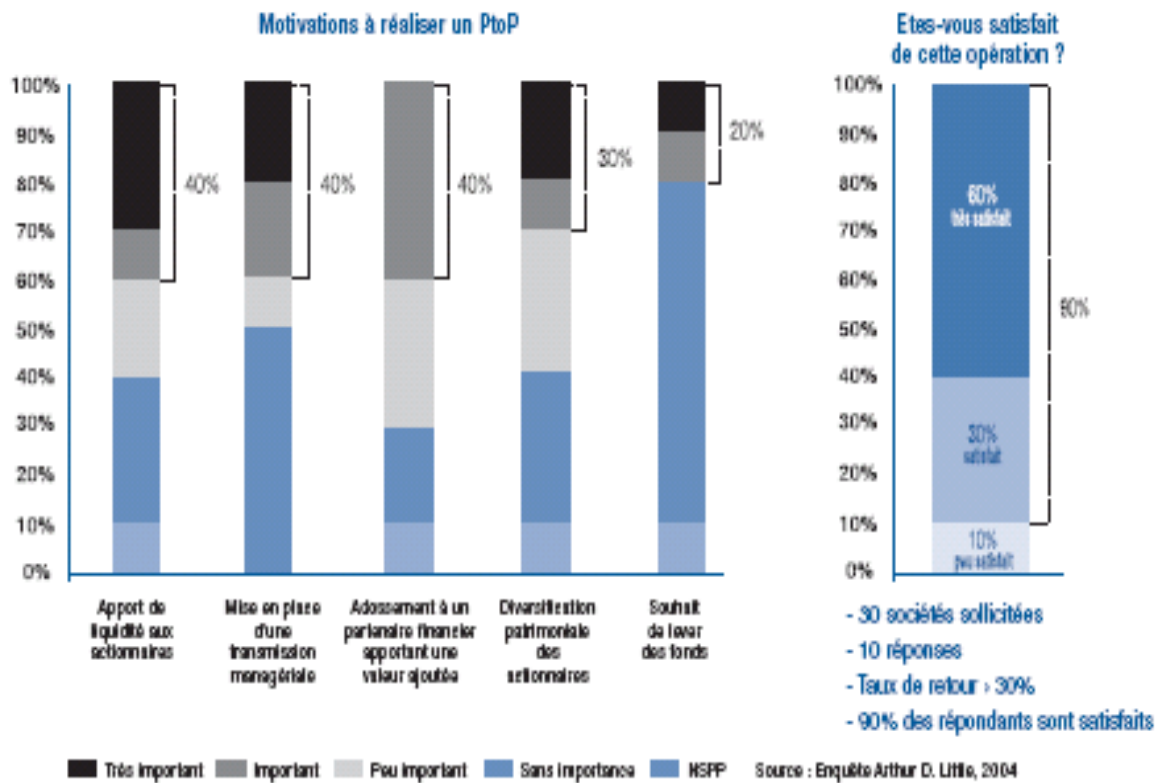
#### E. Autres motivations

- ⇒ Le groupe recherche une réorganisation de ses activités et de sa structure : la simplification de ses structures peut s'avérer comme une étape nécessaire après une phase de croissance externe.
- ⇒ Lorsque la société n'a plus besoin d'investissements élevés et lorsque les actionnaires peuvent faire face aux capitaux propres, l'entreprise n'a plus besoin de faire appel au marché.
- ⇒ Lorsque la société n'a plus besoin de la bourse pour accroître la notoriété de ses produits ou services.

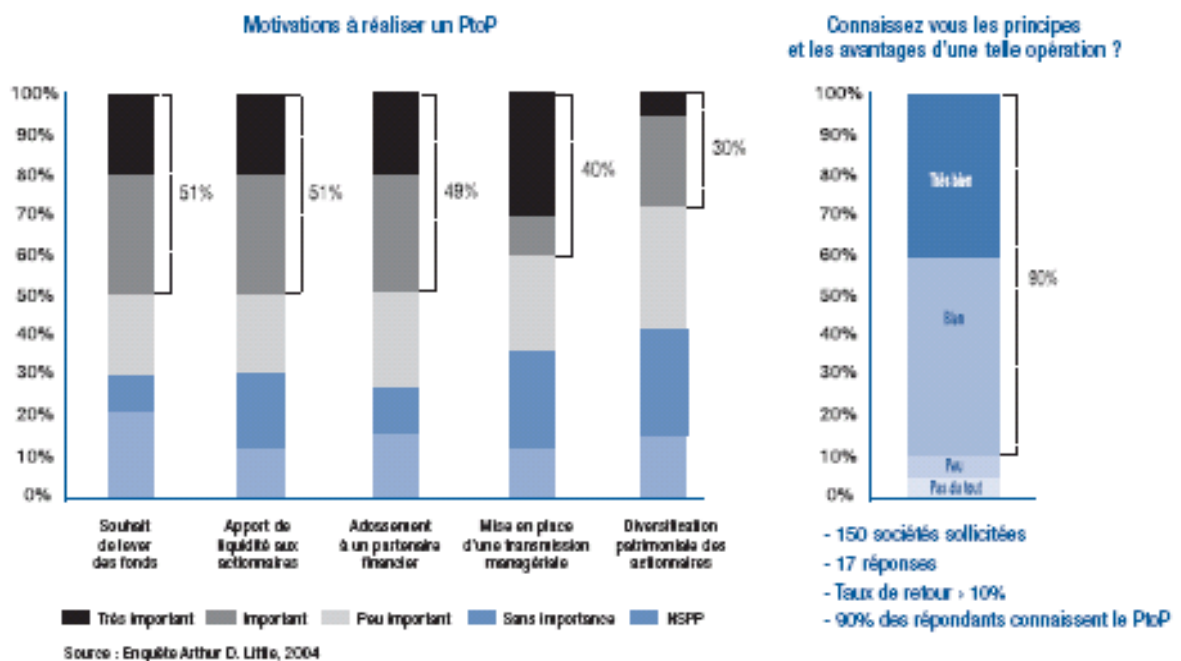
De plus, selon une étude réalisée par l'AFIC, sur un échantillon de PtoP, 90% des dirigeants sont satisfaits et mettent en avant l'apport de liquidité et la mise en place d'une transmission managériale comme l'intérêt d'une telle opération. La première étude présentée ci-dessous (graphique n°6) a été réalisée avec le point de vue des entreprises cotées ayant fait l'objet d'un PtoP. La deuxième étude (graphique n°7) présente la même analyse sauf du point de vue des entreprises cotées n'ayant jamais fait l'objet d'un PtoP.



Graphique n°6 : Première étude :



Graphique n°7 : Deuxième étude :



Voici un résumé sous forme de schéma de l'ensemble des motivations des opérations à se retirer de la cote :

Schéma n°1 : Attraites et limites de la Bourse



Source : AFIC

Le schéma ci-dessus regroupe l'ensemble des avantages et des inconvénients qu'offre la Bourse. Même si la bourse est un moyen pour se financer et pour lever des fonds, elle peut aussi à l'inverse s'avérer être un piège et mener la société à la faillite. En effet, toute société ne profite pas forcément de la bourse, la capitalisation de cette dernière détermine son attrait face aux autres investisseurs afin de lui permettre de financer sa croissance. Mais si tel n'est pas le cas, si la société manque de liquidité, si ses perspectives de croissance sont faibles aucun investisseur ne sera tenté de faire partie de son capital. Elle sera contrainte en terme de viabilité de sortir de la cote boursière.

Quelques exemples de témoignages de dirigeants d'entreprise ayant fait l'objet d'un Public to Private :

Tableau n°2 : Témoignages de dirigeants d'entreprise ayant fait l'objet d'un Public to Private

2000	Michel Thierry Capitalisation boursière 171 M d'euros	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Coexistence de deux métiers « équipementier automobile » et « sous-traitant textile habillement » mal comprise par la bourse</li> <li>● Impossibilité pour la société de lever des fonds en bourse pour assurer sa croissance, notamment dans l'industrie automobile consommatrice de capitaux</li> <li>● Démotivation des dirigeants actionnaires face à un cours de bourse qui ne progresse pas</li> <li>● PtoP réalisé par PAI</li> </ul>
2002	Philippe Bosc Capitalisation boursière 51 M d'euros	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Souhait du dirigeant fondateur de céder ses titres</li> <li>● Absence de liquidité du titre en bourse</li> <li>● Opportunité de vendre à un actionnaire financier</li> <li>● PtoP réalisé par Atria</li> </ul>
2004	Legris Capitalisation boursière 215 M d'euros	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Désintérêt des analystes et gérants pour un groupe aux activités variées et perçues comme cycliques</li> <li>● Cession de l'activité grues Potain qui réduit la taille de la société et renforce le désintérêt des marchés</li> <li>● Insatisfaction et frustration des dirigeants et actionnaires majoritaires</li> <li>● PtoP réalisé avec l'appui de Chequers</li> </ul>
2004	Grandvision Capitalisation boursière 598 M d'euros	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Coexistence de plusieurs métiers qui perturbe l'image du groupe en bourse</li> <li>● Cession de l'activité Photoservice pour tenter d'améliorer l'image boursière</li> <li>● Pas d'amélioration en bourse, dirigeants frustrés par la désaffection en bourse</li> <li>● Tentative de PtoP et sortie de la bourse finalement réalisée par un industriel</li> </ul>

Source : Groupe de travail PtoPAFIC, avril 2004

Source : AFIC

De l'ensemble des témoignages présentés dans le tableau ci-dessus, un sentiment se dégage : les sociétés se retirent de la cotation boursière du fait d'un manque de liquidité et de très faibles perspectives de croissance de la société. Nous analyserons dans les prochains chapitres si ces deux raisons font partie des motivations de sortie de cote des sociétés retenues dans notre échantillon. Par ailleurs, le réalignement des intérêts entre les différentes parties de la société peut aussi être un facteur moteur comme le témoigne certains de ces dirigeants : « insatisfaction, frustrations des dirigeants et actionnaires minoritaires, désintérêt des analystes et gérants ».

## V. Spécificités inter-zone de la mise en place d'un Public to Private

Nous avons déjà eu un aperçu des différences entre les zones géographiques dans la section relative à la mise en place d'une opération de Public to Private.

Nous avons résumé les principales spécificités entre les zones sous la forme d'un tableau :

Tableau n° 3 : Caractéristiques juridiques et fiscales selon les zones géographiques

	FRANCE	ETATS-UNIS	ROYAUME-UNI	ALLEMAGNE	ITALIE
<b>Seuil de retrait de la cote</b>	95%	Demande à la SEC si moins d'un certain nombre d'actionnaires	Toujours possible avec l'accord des actionnaires	Pas de seuil prévu par la loi. Résolution de l'AG nécessaire	98%
<b>Seuil de rachat obligatoire des minoritaires (Squeeze Out)</b>	95%	90% (seuil fixé par les Etats) ou vote des actionnaires	90% du nombre total de titres sur lesquels porte l'offre	95%	98%
<b>Seuil d'intégration fiscale</b>	95%	80% (à condition que la société mère et la filiale soient des entités US)	75%	50%	
<b>Seuil de renonciation à l'offre</b>	Impossibilité de fixer le seuil au seuil de Squeeze Out (seuil limité en pratique entre 40% et 66.67%)	Possibilité de fixer un seuil équivalent au seuil de Squeeze Out	Possibilité de fixer un seuil équivalent au seuil de Squeeze Out	Possibilité de fixer un seuil de renonciation à l'offre (seuil maximum équivalent au seuil de Squeeze Out)	Possibilité de fixer un seuil équivalent au seuil de Squeeze Out. Sauf en cas d'OPA obligatoire
<b>Frais d'opération</b>	Ne doivent pas en principe être supportés par la cible	Peuvent être supportés par la cible	Peuvent être supportés par la cible sous réserve des règles d'assistance financière y compris en cas d'échec du PtoP		Pas de règles précises en la matière
<b>Caractère irrévocable de l'offre</b>	Irrévocabilité, sauf cas limités	Large flexibilité pour soumettre l'offre à des conditions suspensives	Large flexibilité pour soumettre l'offre à des conditions suspensives	Possibilité de conditionner l'offre sous réserve que l'offrant ne puisse pas influencer seul la réalisation de la condition	Une certaine flexibilité pour les offres volontaires

Source : AFIC

Le tableau ci-dessus expose les différentes règles qui régissent les opérations de Public to Private au niveau mondial. Nous remarquons les spécificités pour chaque zone géographique.

Les règles imposées à ces opérations contribuent aussi à leur développement plus ou moins important. Ceci s'avère d'autant plus véridique lorsque l'on évoque le seuil d'intégration fiscale et le seuil de retrait de la cote c'est-à-dire le fait que l'acquéreur acquière au moins x % de la société. Plus ce seuil est élevé plus l'opération est rendue difficile. C'est l'une des raisons qui explique le développement tardif et assez lent de la France face aux autres pays développés tels que le Royaume-Uni et les Etats-Unis.

Les opérations de Public to Private visent premièrement à améliorer la santé économique et financière de la société en se retirant de la cote et en supprimant certains coûts prohibitifs par rapport à la structure de cette dernière. Cette efficacité économique est renforcée par la création de synergies, la réduction des coûts de transaction, l'apport de capitaux extérieurs... De plus, l'entreprise se met à l'abri de toute offre hostile à son égard.

Les opérations de Public to Private constituent également l'une des solutions pour le problème d'agence qui est dû à la séparation entre le droit de propriété et le droit de contrôle. En tant que solution du problème d'agence, les opérations de Public to Private permettent aux managers de gérer la société de manière efficace et efficiente, dans le même sens que celui des actionnaires. De même, elles permettent d'optimiser la structure financière dans le sens où le montage de l'opération implique un emprunt assez important par conséquent les managers doivent gérer au mieux la société afin d'éviter tout problème de faillite. En effet, la défaillance du mécanisme de contrôle interne est donc remédiée par la menace de faillite du PtoP (dû à l'emprunt et aux dettes engendrées) qui oblige les managers à s'aligner sur les intérêts des actionnaires. La réalisation d'un PtoP peut aussi être réalisée dans le but d'exploiter les asymétries informationnelles, pour servir les stratégies d'enracinement ou d'autres motivations personnelles des dirigeants titulaires.

Pour retirer une société de la cote, l'acquéreur devra s'être au préalable assuré d'avoir acquis au moins 95% de la société (dans le cas Français). Pour cela, il peut procéder soit à une offre publique d'achat, soit s'engager dans une négociation privée avec un groupe d'actionnaires afin d'acquérir un bloc de contrôle et lancer ensuite une offre de garantie de cours dans le but de racheter le reste.

Par ailleurs, une présentation de l'évolution récente du mouvement des opérations de Public to Private a aussi été réalisée au niveau international. Par rapport aux économies anglo-saxonnes, les opérations de Public to Private en France sont nées tardivement mais elles ne sont pas pour autant un phénomène économique négligeable. Elles se développent de plus en plus. En effet, nous constatons que le mouvement de ces opérations évolue parallèlement avec celui de l'environnement économique.

# Chapitre 2 :

## Travaux empiriques sur les opérations de Public to Private

Après avoir décrit le montage d'une opération de Public to Private ainsi que les différents aspects fiscaux et juridiques, nous présentons et analysons les différentes motivations qui incitent les sociétés à se retirer de la cote boursière.

Pour déterminer l'ensemble des motivations des opérations de Public to Private, nous effectuons notre analyse sur les travaux réalisés par Renneboog, Simons (2005), Renneboog, Simons et Wright (2006). Des études complémentaires ont été utilisées et seront mentionnées par la suite. Pour cela, nous avons recensé dans un premier temps huit principales motivations qui feront l'objet de notre travail. Elles sont les suivantes :

- ⇒ Hypothèse d'économie fiscale
- ⇒ Hypothèse de réalignement des intérêts
- ⇒ Hypothèse de contrôle
- ⇒ Hypothèse de Free Cash Flow
- ⇒ Hypothèse de perspectives de croissance
- ⇒ Hypothèse de coûts de transaction
- ⇒ Hypothèse de protection anti-rachat
- ⇒ Hypothèse de sous-évaluation

Dans un second temps, nous avons recensé l'ensemble des travaux de la littérature empirique relative à ces opérations.

Dans un troisième temps, des tableaux de synthèse ont été réalisés afin de mettre en évidence chaque étude réalisée selon la période étudiée, la zone géographique ainsi que les résultats obtenus.

Dans un quatrième temps, des articles de référence relatifs aux différentes phases étudiées dans ce travail sont présentés.

Dans un dernier temps, nous apportons quelques précisions à la problématique de recherche.

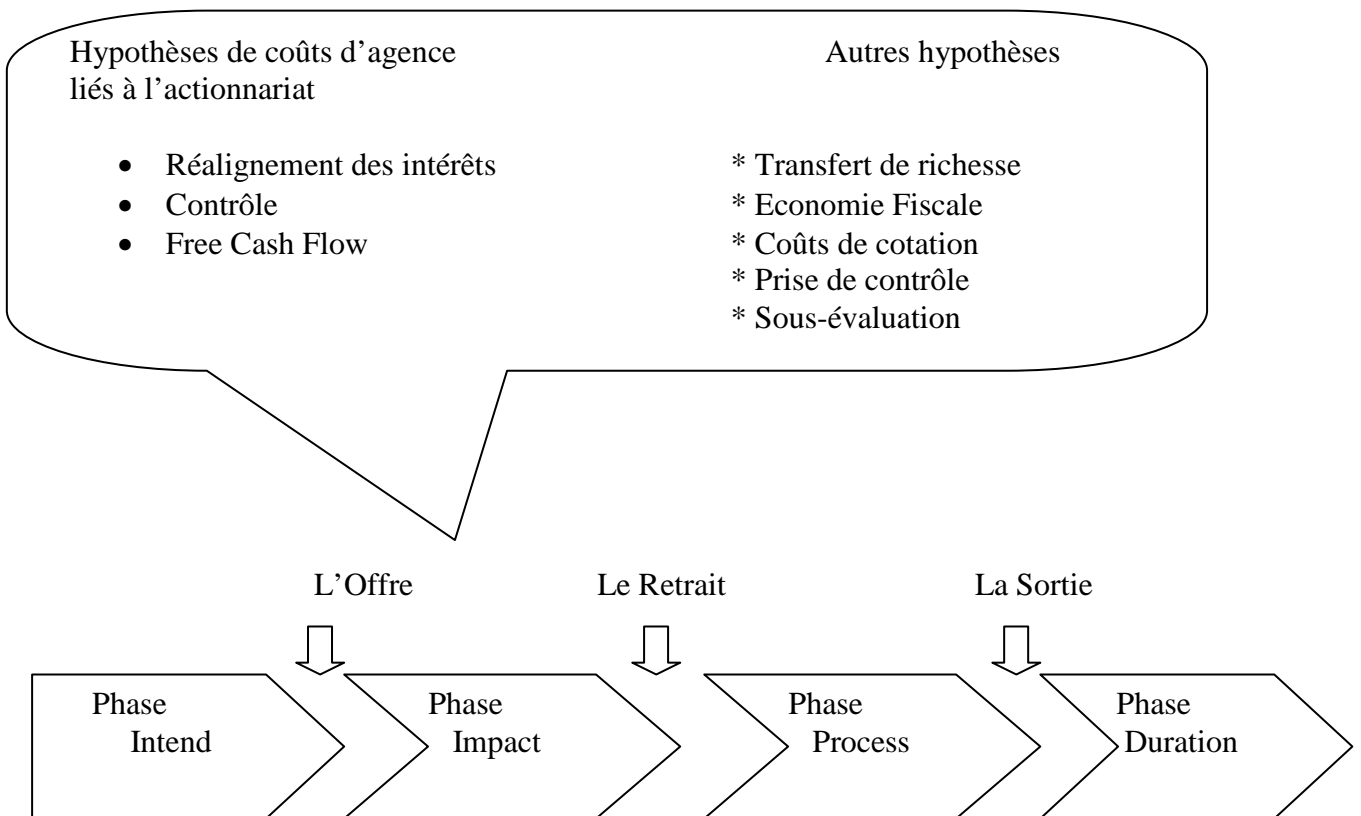
Ce chapitre nous permet de situer l'ensemble des études réalisées sur les opérations de Public to Private, de réaliser une synthèse des travaux empiriques réalisés, ainsi que de mettre en valeur le positionnement de notre étude parmi la revue de la littérature.



# I. Qu'est-ce qui motive les opérations de Public to Private ?

Il y a plusieurs sources de gains de richesse qui peuvent motiver les sociétés à se retirer de la cote. Elles sont les suivantes : la réduction des coûts d'agence liés aux actionnaires (réalignement des intérêts, concentration du contrôle, Free Cash Flow), transferts de richesse des obligataires, économie fiscale, réduction des coûts de transaction, stratégie de défense de prise de contrôle, sous-évaluation des sociétés (Renneboog, Simons, 2005). Dans cette section, nous allons détailler ces motivations qui ont été toutes soutenues dans des recherches antérieures.

Schéma n° 2: Le cadre théorique sur la littérature des Public to Private



## A. Hypothèse de coûts d'agence liés à l'actionnariat

Dans ce cas particulier, le centre du dilemme du modèle « Principal-Agent », Sappington (1991) pour une discussion sur les problèmes de la relation Principal-Agent est de savoir comment le manager (l'agent) dans une société peut agir au mieux pour satisfaire les intérêts de l'actionnaire (principal) quand l'agent a des intérêts divergents de ceux du principal et a un avantage informationnel. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) soutient la thèse selon laquelle le manager d'une compagnie privée ou d'une société cotée avec un actionnariat fort pourra davantage agir dans les intérêts des actionnaires que le manager d'une société cotée avec une structure d'actionnariat dispersée. Trois hypothèses sont sous-tendues : l'hypothèse de réaligement des intérêts, l'hypothèse de contrôle et l'hypothèse des Free Cash Flow.

### 1. Hypothèse de réaligement des intérêts

Les opinions entre Adam Smith (1776) ; Berle et Means (1932) sur la divergence d'intérêts entre les managers et les actionnaires sont formalisées par Jensen et Meckling (1976). Dans ce modèle, quand un manager cède une partie de ses créances à des investisseurs extérieurs, les coûts marginaux des prestations non pécuniaires diminuent seulement d'une fraction. Au final, le manager augmente ses intérêts privés ce qui fait diminuer la valeur de la firme au détriment du principal. Les firmes en Private Equity ont de nombreux mécanismes permettant de récompenser les bons managers pour leur bonne performance quand ils s'engagent dans une opération de PtoP (Fenn et al., 1995). Ces sociétés de Private Equity (le principal) essaient de réaligner les intérêts des managers (les agents) avec eux. L'hypothèse de réaligement des intérêts affirme que la richesse des actionnaires des opérations de Public to Private est largement le résultat d'un système permettant de réunir les intérêts de l'agent et du principal. Toutefois, les effets de l'hypothèse de réaligement des intérêts à un niveau de participation managériale plus important sont contestés à cause de l'effet *d'entrenchment* (Morck, Shleifer et Visny, 1988 ; McConnel et Servaes, 1990) qui peut éviter ou retarder les restructurations des dirigeants et aussi la restructuration de l'entreprise (Franks, Mayer, Renneboog, 2001).

## 2. Hypothèse de Free Cash Flow

Jensen (1986) définit le Free Cash Flow comme « le cash-flow en surplus par rapport à ce qui est nécessaire pour financer tous les projets qui ont une valeur actuelle nette positive ». En utilisant les résultats empiriques sur la rémunération des dirigeants et sur la performance des entreprises réalisés par Murphy (1985), Jensen fait valoir que les managers ont des incitations à garder les ressources et à faire augmenter la firme au-delà de sa taille optimale, d'où le nom *empire building*, ce qui représente le conflit direct avec les intérêts des actionnaires. En échangeant de la dette contre des capitaux à travers un fort effet de levier, les managers crédibles paient leurs futurs Free Cash Flow au lieu de les retenir pour leur propre intérêt dans des projets à valeur actuelle nette négative (Jensen, 1986). Dans le même temps, le risque de faillite dû à la restructuration du capital avec l'opération de Public to Private est augmenté pour les managers s'ils n'agissent pas dans le même intérêt que celui du principal. Cependant, en reliant la dette et la motivation des managers, ceci peut entraîner des coûts d'agence assez importants (Calcagno et Renneboog, 2007).

## 3. Hypothèse de contrôle

Easterbrook, Fischel (1983) ; Grossman, Hart (1980) expliquent pourquoi les actionnaires individuels dans les sociétés avec un actionnariat dispersé peuvent sous-investir dans les activités de surveillance (le problème de *free-rider*). Après un LBO, la propriété de la compagnie est beaucoup plus concentrée en donnant aux investisseurs (le principal) une plus forte incitation et plus d'information pour investir dans le contrôle de gestion (Maug, 1998 ; Admati, Pleiderer et Zechner, 1994). De plus, en jugeant la viabilité et le succès de rachats célèbres, DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984) font valoir que les investisseurs peuvent avoir un avantage comparatif sur la tâche de surveillance (Fenn et al., 1995). Par ce fait, cela signifie que les opérations de Public to Private permettent de créer de la valeur en résolvant le problème de *free-rider* sur le contrôle des managers (l'agent). L'hypothèse de contrôle soutient que la richesse obtenue par les actionnaires dépend largement du résultat du système de surveillance imposé par l'équipe managériale mise en place.

Bien que la littérature sur les coûts d'agence prévoit trois sources distinctes de la richesse des opérations de Public to Private, ceci en pratique est difficile à effectuer. Lowenstein (1985) l'explique avec la théorie du bâton et de la carotte : la carotte représente l'augmentation de

parts que les managers détiennent ce qui leur permet de bénéficier de plus d'avantages. Le bâton apparaît lorsque les sociétés ont recours à un emprunt massif ce qui les forcent à réduire les avantages que s'octroyaient auparavant les managers dans le but de gérer la société de manière efficace en évitant la faillite (Cotter et Peck, 2001).

## B. Hypothèse liée au transfert de richesse entre les parties prenantes et les obligataires

### 1. Transfert de richesse vers les obligataires

On dénombre trois manières de transférer la valeur entre les apporteurs de dette et les apporteurs de capitaux :

- ⇒ D'abord, à travers un investissement dans des projets plus risqués que ce qui avait été annoncé.
- ⇒ Ensuite par une augmentation des dividendes versés aux actionnaires.
- ⇒ Enfin par une levée de dette de même durée ou d'une durée plus élevée.

C'est la dernière solution qui est retenue pour les opérations de PtoP et qui peut impliquer un transfert important de valeur des apporteurs de dette aux actionnaires. Néanmoins, ce transfert de valeur peut être neutralisé par des bénéfices liés à l'opération de Public to Private. Les apporteurs de dette pourront bénéficier d'un transfert de valeur de la part d'autres acteurs qui ont eux aussi des intérêts liés à la société et auront une réduction de la valeur de leurs intérêts suite à l'opération. C'est le cas des employés qui profitent des plans de retraites ou des plans de *stocks options* et qui risquent de voir leurs conditions changer. Cela peut aussi être le cas des collectivités locales qui seront privées de revenus fiscaux.

Par ailleurs, comme nous l'avons signalé dans le paragraphe précédent, le ratio d'endettement étant très important, il aura un effet moteur pour le management. Il permettra l'optimisation de la gestion des managers en terme de performance de la société dans le but de faire face au risque de défaut de paiement d'où la création de cash-flow. Selon la théorie du signal (Ross, 1973), un MBO<sup>2</sup> qui implique financièrement le management dans l'opération de rachat de la société envoie un signal positif au marché en ce qui concerne sa capacité à rembourser ses

---

<sup>2</sup> MBO : Management Buy Out.

dettes. Des études américaines ont montré que les détenteurs d'obligations ne faisant pas l'objet de clauses de protection perdent une partie de la valeur de leur investissement.

## 2. Transfert de richesse vers les parties prenantes

La littérature empirique s'est davantage intéressée au transfert de richesse vers les fonds d'investissement. Shleifer et Summers (1988) remarquent que les nouveaux investisseurs dans les prises de contrôle hostiles peuvent casser de manière implicite les contrats entre les firmes et les parties prenantes (en particulier les employés en réduisant la création d'emploi et en diminuant les salaires). Néanmoins, Weston et al. (1998) remarquent que les prises de contrôle hostiles aux employés ne sont pas observées dans les opérations de Public to Private bien qu'il y ait une réduction de l'emploi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

L'hypothèse de transfert de richesse suggère que la richesse obtenue par les actionnaires résulte de l'expropriation des parties prenantes tels que les employés.

### C. Hypothèse d'économie fiscale

La majorité des opérations de Public to Private se réalise avec une augmentation de l'effet de levier, l'augmentation des intérêts déductibles constitue une importante source de richesse (Lowenstein, 1985). Cette déductibilité dépend du régime fiscal dans lequel l'opération se réalise. La déductibilité des intérêts de ces nouveaux emprunts crée un important bouclier fiscal qui augmente la valeur de la société avant la transaction. Pour la période 1980 à 1986, Kaplan (1989b) estime que l'économie fiscale des PtoP aux Etats-Unis est estimée entre 21 et 72% des primes payées aux actionnaires pour prendre une société qui se retire de la cotation boursière. Kaplan (1989b) ajoute qu'une société restée en Bourse peut aussi bénéficier d'avantages fiscaux sans pour autant aller dans le secteur privé.

### D. Hypothèse de coûts de cotation

DeAngelo et al. (1984) remarquent que les coûts pour être cotés en Bourse sont très importants. Par exemple, la société Barbara Lynn Stores Ins déclare que tous les coûts directs et indirects liés à la cotation en Bourse s'élève à 100 000 dollars par an. D'autres estimations ont été réalisées sur les coûts qu'engendrait la cotation : aux Etats-Unis ces estimations sont comprises entre 30 000 et 200 000 dollars. Pour le Royaume-Uni, Benoit (1999) remarque

que tous les coûts liés à la cotation (enregistrement, avocats, compagnies financières, audit, impression...) s'élèvent à 250 000£. L'hypothèse des coûts de cotation suggère que la richesse obtenue par les actionnaires provient de la suppression des coûts directs et indirects liés à la cotation.

#### E. Hypothèse de prise de contrôle

Lowenstein (1985) montre que quelques sociétés qui sortent de la cote boursière sous forme de MBO résulte d'une stratégie finale des dirigeants contre une prise de contrôle hostile. Cette observation est soutenue par la théorie de Michel et Shaked (1986). Singh (1990) confirme qu'aux Etats-Unis les MBO sont davantage considérés comme des cibles de rachat par rapport aux autres sociétés. De peur de perdre leur emploi quand survient une prise de contrôle hostile, les managers décident de sortir de la cote. Par conséquent, l'hypothèse de défense de prise de contrôle suggère que les primes des PtoP reflètent le fait que l'équipe managériale a l'intention d'acheter les parts détenues par les actionnaires afin de se protéger d'une OPA hostile.

#### F. Hypothèse de sous-évaluation

Comme une firme représente un « portefeuille de projets » (Kieschnick, 1987), il existe des asymétries informationnelles entre les managers et les investisseurs extérieurs concernant la maximisation de la valeur des actifs de la société (Roll, 1977 ; Lehn, Netter et Poulsen, 1990). Il est toutefois impossible que les managers, qui ont des informations privées, réalisent que le prix de l'action de la société est sous-évaluée par rapport au réel potentiel de cette dernière. Ce problème peut être exacerbé quand les sociétés cotées, essentiellement les petites, ont des difficultés à se financer sur le marché pour croître, ce qui est difficile pour attirer l'intérêt des investisseurs. Ce manque d'intérêt crée pour ces sociétés un manque de liquidité et implique une réduction de la valeur de la société ce qui les entraîne à sortir de la cote boursière (Mehran et Peristinani, 2006).

Lowenstein (1985) explique que lorsque les managers représentent la principale partie au sein du contrôle de la société, ils peuvent employer des méthodes spécifiques en termes de techniques financières et comptables pour déprécier le prix de l'action avant l'annonce (Schadler et Karns, 1990). En manipulant les dividendes, ils refusent de rencontrer les analystes de contrôle car les managers utilisent l'asymétrie informationnelle à leur avantage.

DeAngelo (1986) ne trouve pas de preuve au point de vue des manipulations qui pourraient être effectuées par les managers. Cependant, Harlow et Howe (1993), Kaestner et Liu (1996) confirment que dans le cas des MBO il y a de forts achats d'actions effectués avant le rachat contrairement aux autres types de transactions : théorie de l'hubris (Roll, 1986). Ils confirment que le rachat est précédé par une asymétrie informationnelle de la part des managers. L'hypothèse de sous-évaluation suggère que la richesse obtenue par les actionnaires provient de la sous-évaluation des actifs de la société.

## II. Littérature empirique sur les opérations de Public to Private

La littérature concernant les transactions de Public to Private (PtoP) peut être classifiée en quatre phases. Chaque phase correspond à une étape dans le processus de rachat et requiert différentes méthodologies économétriques afin de déterminer la création de richesse des PtoP. Le schéma ci-dessous représente les différentes phases du processus de rachat d'un Public to Private.

La littérature relative à la *phase Intend*, décrit les caractéristiques des firmes avant de prendre leur décision de sortir de la cote et permet de les comparer avec les sociétés qui restent cotées en Bourse. Une analyse univariée et, ou une analyse multivariée sont souvent employées pour mesurer la probabilité qu'une société veuille sortir de bourse.

La deuxième phase concerne la littérature qui mesure l'impact d'une telle offre (*phase Impact*). Cet impact est analysé par l'estimation de la rentabilité anormale moyenne cumulée ou de la prime versée aux actionnaires avant la transaction.

Dès que la firme est privatisée, la littérature sur la *phase Process* étudie le rachat en terme de création de valeur soit par des méthodes quantitatives soit par des études de cas. Lorsque les investisseurs décident de mettre fin au statut privé de leur société, ils entament une phase de sortie à travers une offre publique. La période pendant laquelle la société conserve son statut privé permet d'étudier la quatrième phase « *phase Duration* » pour analyser la longévité de la société retirée de la cote boursière et ses déterminants.

Pour étudier ces quatre phases, huit grands courants ont été dégagés de l'ensemble de la littérature : ce sont les huit hypothèses que nous venons de présenter dans la section précédente. Par rapport aux objectifs de notre étude, nous étudierons les deux principales études que nous mettons en œuvre dans la partie empirique de notre travail.



## A. Première phase : *Phase Intend*

Cette première phase étudie les différentes motivations des opérations à se retirer de la cote boursière. Dans notre étude, nous appellerons cette phase, la *phase Motivation* qui caractérise davantage l'objet de notre analyse.

### 1. Méthodologie

Pour identifier les variables qui distinguent au mieux les PtoP des sociétés restées en cote, une analyse univariée suivie d'une régression logistique binaire sont fréquemment utilisées. L'analyse univariée permet dans un premier temps de calculer la différence de moyenne entre les variables utilisées pour chaque hypothèse. Cette différence doit être testée afin de déterminer si elle est significative ou non et si tel est le cas, à quel seuil (1, 5 ou 10%). Pour cela un test de différence de moyenne est utilisé. De plus il est souvent utilisé en adjonction une différence de médiane. La méthodologie est la même que celle utilisée pour les différences de moyenne hormis le test qui est celui des rangs et des signes, le test de Wilcoxon.

Dans un deuxième temps, la régression logistique binaire permet contrairement à l'analyse univariée de prendre en compte l'interaction de l'ensemble des variables. Toutefois il est très courant d'observer une corrélation entre les variables, c'est la raison pour laquelle plusieurs modèles sont étudiés.

### 2. Résultats empiriques

Dans cette section, nous allons réaliser une vue d'ensemble de la revue de la littérature empirique sur les caractéristiques des sociétés avant le rachat. De ce point de vue la revue de la littérature est assez faible, la plupart des études se concentrent sur les coûts d'agence, sur l'hypothèse d'économie fiscale, l'hypothèse de prise de contrôle et de sous-évaluation. L'apport de notre étude permettra de prendre en compte à la fois les caractéristiques liées à l'économie fiscale, la sous-évaluation... mais aussi aux caractéristiques relatives aux perspectives de croissance qui sont souvent très faibles, à l'influence des différents blocs de contrôle au sein de la société et à l'importance des Free Cash Flow.

Nous allons présenter d'une part les résultats empiriques liés à l'économie fiscale, la défense contre la prise de contrôle, les coûts d'agence et d'autre part nous analyserons les quelques études réalisées sur les autres caractéristiques de ces sociétés à sortir de la bourse.

## 2.1 Résultats empiriques relatifs aux coûts d'agence, à l'économie fiscale, la défense de prise de contrôle et à la sous-évaluation

Maupin, Bidwell et Ortegen (1984) analysent s'il est possible d'étudier ex-ante les sociétés qui s'engagent dans un MBO des sociétés qui restent cotées en bourse. Une première analyse permet de montrer que les 63 sociétés cotées en bourse ont un fort actionnariat composé de managers avant le rachat de la société. Cette étude a été réalisée de 1972 à 1983. Ceci est en contradiction avec l'hypothèse de réalignement des intérêts dans le sens où les sociétés avec une forte participation managériale auraient des coûts d'agence plus faibles et que les gains lors du rachat et du changement de statut (public vers le privé) sont plus faibles. Une deuxième analyse permet de constater que les firmes dont le statut est devenu privé ont des cash flow plus stables que ceux des firmes qui sont restées en bourse. Une troisième étude montre que le ratio Price to Book est plus faible pour les sociétés appartenant à l'échantillon composées des sociétés rachetées, ceci suggère que l'hypothèse de sous-évaluation pourrait être une des motivations des sociétés à sortir de la cote. Et enfin, un fort rendement des dividendes pour les firmes rachetées confirmerait la concentration des opérations de rachat dans les industries matures mais aucune preuve n'a été mesurée concernant l'hypothèse des Free Cash Flow.

Kieschnick (1989) réalise une étude aux Etats-Unis sur la période de 1981 à 1985 avec 102 MBO. Il confirme l'hypothèse de la sous-évaluation alors que les données et les tests qu'il effectue ne lui permettent pas de conclure sur l'hypothèse des Free Cash Flow et sur l'hypothèse des coûts de cotation. Relatif à l'hypothèse d'économie fiscale, l'auteur confirme que ce serait un des facteurs de sortie de la cote.

A l'inverse, Lehn et Poulsen (1989) constatent les résultats opposés. Les auteurs effectuent leur étude sur la période 1980 à 1987 avec un échantillon composé de PtoP aux USA. Ils confirment l'intérêt et l'importance de l'hypothèse de Free Cash Flow ainsi que les différentes tentatives de prise de contrôle et d'offres hostiles envers les sociétés. Cette dernière relation

sera positivement liée avec la probabilité que les sociétés sortent de la cotation. Ils confirment aussi l'hypothèse de défense de prise de contrôle.

Plusieurs études ré-examinent la base de données relative à l'étude de Lehn et Poulsen (1989) en effectuant une analyse plus précise. Par exemple, c'est le cas de Kieschnick (1998) qui remarque l'utilisation dans l'échantillon des PtoP de Lehn et Poulsen des valeurs aberrantes et une mauvaise opérationnalisation de certaines variables, il en déduit après modification que l'hypothèse des Free Cash Flow ne peut pas être soutenue. Toutefois, il remarque que la réduction fiscale et la taille de la firme sont deux variables significatives.

Les sociétés qui sont sorties de la cote peuvent être classées en deux groupes différents basés sur la propriété managériale avant la transaction. Halpern, Kieschnick et Rotenberg (1999) trouvent que les firmes ayant peu de managers comme actionnaires avant la transaction et avec un faible levier sont davantage considérées comme cible en tant que prise de rachat que leurs homologues restées en bourse. A l'inverse, les firmes avec un contrôle des managers assez fort avant la transaction ont des leviers plus importants et des performances plus faibles en tant que valeur de l'action que les sociétés cotées en bourse. Les résultats montrent une relation positive entre la propension à sortir de la bourse et la part des managers au sein de l'actionnariat pour les sociétés qui ont des niveaux plus élevés de parts détenues par les managers ce qui est incompatible avec l'hypothèse de réaligement des intérêts. Pour les deux sous-groupes, ils réfutent l'hypothèse de Free Cash Flow comme déterminant pour les sociétés à sortir de la cote. Une étude récente a été réalisée : celle de Weir, Laing et Wright (2005a) qui effectuent une analyse similaire pour le Royaume-Uni. Ils prennent en compte les principales hypothèses : réaligement des intérêts, le mécanisme de surveillance et le rôle effectué par la prise de contrôle. L'étude a été réalisée sur un échantillon de 95 PtoP entre 1998 et 2000. Ils comparent cet échantillon à un échantillon de contrôle réalisé par la technique de pairage (taille et secteur d'activité). Leurs résultats permettent de conclure à l'influence de deux hypothèses pour les sociétés à se retirer de la cote : l'hypothèse de réaligement des intérêts et l'hypothèse de contrôle. Cependant, ils réfutent l'hypothèse de prise de contrôle. De plus, aucune preuve n'a été apportée concernant l'hypothèse de Free Cash Flow bien que ces sociétés ont des perspectives de croissance faibles. Contrairement aux études américaines, l'économie fiscale ne joue pas un rôle aussi déterminant qu'il l'est pour les Etats-Unis. Dans une autre étude, Weir et al. (2005b) testent l'hypothèse de sous-évaluation. Ils remarquent que les sociétés qui sortent de la cote ont tendance à réduire la

valeur de marché de la société un an avant le rachat alors que les firmes appartenant à l'échantillon de contrôle augmentent leur valeur. La sous-évaluation est considérée comme un des facteurs clés qui déterminent les sociétés à se retirer de la cote.

## 2.2 Autres études empiriques

Ippolito et James (1992) constatent une augmentation des licenciements après le rachat de la société, c'est-à-dire à la suite de l'opération de PtoP. Ce taux double entre la période où l'annonce d'un rachat est effectuée et après que l'opération soit réalisée. Cependant, les données ne fournissent pas assez de preuves pour affirmer l'hypothèse de transfert de richesse comme le décrit Shleifer et Summers (1988).

Opler et Titman (1993) remarquent qu'une petite attention doit être faite en ce qui concerne le rôle de la situation financière de la société dans la décision de se retirer de la cote. En utilisant un échantillon de PtoP dans les années 80, ils observent que les coûts liés aux difficultés financières dissuadent les firmes de réaliser une opération de PtoP car elles impliquent le recours à des emprunts importants et à une dette à long terme. Les auteurs en concluent que le rôle joué par la dette n'est pas lié aux avantages fiscaux mais plutôt pour permettre à la société de créer des gains. Les auteurs confirment aussi l'hypothèse des Free Cash Flow.

Weir et al. (2004) analysent si ces conclusions sont aussi valides pour les Etats-Unis que pour le Royaume-Uni. Ils ne trouvent aucune preuve que les difficultés financières soient un facteur déterminant pour les sociétés à se retirer de la cote. Au contraire, les firmes qui sortent de la bourse ont davantage de garanties d'actifs que les sociétés qui sont cotées en bourse. Ils examinent aussi le rôle que joue le Private Equity. Ils concluent que les investisseurs sont davantage intéressés par les firmes diversifiées avec d'importantes perspectives de croissance.

## 3. Synthèse

Pour conclure, on peut remarquer qu'il n'y a pas d'ambiguïté entre les résultats. En effet, on constate que l'hypothèse d'économie fiscale est en général confirmée par l'ensemble de la littérature américaine. Cependant, le fait que les firmes aient un bouclier fiscal plus important, sont considérées comme étant des candidates prédisposées à sortir de la cote mais ceci ne s'avère pas être un élément déterminant. L'hypothèse relative aux Free Cash Flow est

confirmée selon les études tandis que l'hypothèse de défense contre une prise de contrôle hostile est quant à elle fréquemment soutenue par la littérature américaine. L'hypothèse de sous-évaluation est selon les études affirmée ou non. Une synthèse des travaux empiriques sur la *phase Intend* a été réalisée dans le tableau 4 page 71.

## B. Deuxième phase : *Phase Impact*

Les opérations de Public to Private sont souvent associées à la création de richesse, on peut alors se poser la question de la provenance de ces gains. La quasi-totalité de la littérature se focalise sur la richesse obtenue par les actionnaires, c'est-à-dire l'impact des opérations de Public to Private sur cette dernière. La *phase Impact* nous permet d'étudier ce point de littérature des opérations de Public to Private. Dans notre étude, nous utiliserons aussi ce terme.

### 1. Méthodologie

Dans les recherches empiriques sur les opérations de Public to Private, deux approches sont retenues pour mesurer les effets de richesse sur les actionnaires, d'une part par l'estimation de la rentabilité anormale moyenne cumulée et d'autre part par, la prime (Renneboog, Simons et Wright, 2006). Nous allons les décrire toutes les deux.

#### 1.1 La rentabilité anormale

La rentabilité anormale est cumulée dans le but de mesurer l'effet d'un évènement telle que la sortie de la cote d'une société sur la valeur de marché de la société en question. Ils comparent la rentabilité espérée basée sur le modèle du MEDAF à la rentabilité observée une fois que l'information est rendue publique. Le tableau 5 page 73 présente les résultats des études d'évènements relatives aux recherches sur les opérations de PtoP. La rentabilité anormale observée au moment de l'annonce d'un PtoP s'élève à environ 20% sur une fenêtre d'étude d'un jour avant l'annonce jusqu'à un jour après l'annonce. Les 20% obtenus de la rentabilité anormale s'avèrent relativement faibles par rapport aux résultats constatés pour les fusions acquisitions (Goergen et Renneboog, 2004), qui sont de l'ordre de 25 à 30%.

Renneboog et al. (2006) soulèvent un problème important quant à la mesure de la rentabilité anormale des PtoP. En effet, la rentabilité anormale (AR) peut ne pas être comparable du fait de la non uniformité des informations communiquées, c'est la raison pour laquelle deux sous-échantillons doivent être réalisés :

- ⇒ Le premier représente l'annonce initiale qui se présente comme étant une offre recommandée, une intention ferme. Par conséquent, les investisseurs connaissent quel type de PtoP sera créé (MBO, MBI...).
- ⇒ Le second se définit de la manière suivante : l'information atteint le marché en deux étapes, il y a une communication initiale d'une transaction imminente qui va se réaliser (événement 1) mais l'annonce du type de PtoP sera divulguée ultérieurement (événement 2).

Cependant, nous remarquons que des recherches précédentes prennent en compte uniquement la deuxième date (événement 2) comme date d'évènement. Le fait de ne retenir qu'une des deux dates conduit à des résultats biaisés du fait que l'annonce initiale (événement 1) a un impact important sur le cours de l'action. L'évènement 2 peut être considéré comme une correction de l'évènement 1.

Par conséquent, une analyse complète de la richesse des actionnaires requiert la définition de deux évènements :

- ⇒ Evènement 1 : la première annonce d'une prise de contrôle peut amener à une opération de Public to Private.
- ⇒ Evènement 2 : la première annonce identifie une proposition de *going private*.

## 1.2 La prime

Une méthode alternative permettant de mesurer la richesse des actionnaires est l'analyse de la prime qui est payée aux actionnaires. A la place de comparer la rentabilité observée par rapport à la rentabilité estimée du *benchmark*, cette méthode mesure la prime comme étant la différence entre le prix final de la valeur de la firme et le prix qui précède l'annonce. Cela signifie que la prime est mesurée sur toute la période de la transaction et par conséquent

intègre toute l'information pertinente et ne souffre pas du problème de la rentabilité anormale comme décrit précédemment. Le tableau 6 page 75 montre que la moyenne des primes versées aux actionnaires est égale à 45%.

Toutefois Renneboog et al. (2006) soulèvent le problème suivant : l'analyse de la prime entraîne deux problèmes : quelles définitions doit-on utiliser pour choisir le prix final offert et pour choisir le cours de la société avant la première annonce.

Concernant le prix final, nous utilisons le prix final de la meilleure offre. Harlow et Howe (1993) utilisent la même méthode. D'autres méthodes ont été utilisées par Halpern et al. (1999), Lehn et Poulsen (1989). Ils utilisent le prix final côté en bourse avant la radiation. Pour eux, le prix final reflète parfaitement la valeur de marché d'une offre de titres. Cependant comme le remarquent Renneboog, Simons et Wright (2006), le prix final juste avant la radiation ne peut pas refléter de manière rationnelle la « juste valeur » de la société. Ceci s'explique par le fait que les Public to Private impliquent un recours massif à l'emprunt et cette offre ne peut pas être déduite du dernier cours boursier.

Le deuxième problème auquel nous faisons face est celui du choix de la date pour le cours de la société avant l'annonce. Pour le résoudre, une période de vingt à quarante jours avant la date d'évènement est choisie, c'est ce que l'on appelle « fenêtre d'anticipation ». Kaplan (1989a) dans une étude de LBO aux USA, Goergen et Renneboog (2004) dans une étude de fusions acquisitions en Europe précisent que la fenêtre d'évènement s'étend approximativement à deux mois avant l'annonce initiale.

Comme nous pouvons observer dans les tableaux 5 et 6, les effets de richesse à court terme mesurés par la rentabilité anormale et les primes sont différents. Plusieurs explications peuvent être amenées : premièrement la rentabilité anormale est corrigée par la rentabilité espérée alors que les primes n'y sont pas. Deuxièmement, une partie de cette différence peut être attribuée au fait que la rentabilité anormale qui capte les profits futurs espérés du rachat, inclut la probabilité qu'une offre échoue alors que la prime non.

## 2. Résultats empiriques

La littérature empirique relative à cette phase est très abondante, nous allons présenter celles relatives aux hypothèses que nous allons étudier dans notre étude.

### 2.1 Hypothèse des coûts d'agence liés aux actionnaires

La première étude concernant l'impact des opérations de PtoP sur la richesse des actionnaires a été réalisée par DeAngelo et al. (1984). Ils constatent que la rentabilité anormale moyenne cumulée autour de l'annonce dépend de la gestion du contrôle de la société avant la transaction. En effet, lorsque les managers détiennent au moins 50% des parts de la société avant la transaction, la rentabilité anormale moyenne cumulée est 20% plus élevée que lorsque les managers détiennent de faibles parts dans la société. Cependant, ils ne trouvent aucune différence significative en ce qui concerne la prime offerte. Ceci implique qu'une large partie du succès de l'opération provient de la participation des managers au sein du contrôle de la société. De plus, la rentabilité anormale est aussi affectée par le fait que le manager soit seul à contrôler la société. En effet, DeAngelo et al. (1984) montrent que la réaction du marché est plus importante lorsque le manager est seul à diriger.

Lehn et Poulsen (1989) analysent la prime en faisant une régression multiple avec plusieurs variables indépendantes telles qu'une variable instrumentale des Free Cash Flow, une variable relative aux perspectives de croissance, à la taille et aux économies fiscales possibles. Ils trouvent que la prime dépend du niveau des Free Cash Flow. Lorsqu'ils partitionnent l'échantillon selon la propriété managériale, la variable des Free Cash Flow n'est pas significative pour une participation managériale au-dessus de la médiane. Ceci est cohérent avec l'hypothèse des Free Cash Flow comme les coûts d'agence dans ces sociétés sont importants et que des niveaux de détention de la propriété managériale sont faibles. Kieschnick (1998) reprend l'échantillon de Lehn et Poulsen (1989) et arrive à des conclusions opposées après avoir redéfini les variables. Ses résultats n'aboutissent pas à une confirmation de l'hypothèse des Free Cash Flow.

En ce qui concerne la gestion de la propriété de la société, Frankfurter et Guanay (1992) montrent que l'hypothèse de réalignement des intérêts est confirmée. Ils confirment que cette



hypothèse tient au fait qu'il existe une forte participation managériale après la transaction. Halpern et al. (1999) confirment ce résultat.

Travlos et Cornett (1993) réalisent conjointement un test avec les hypothèses relatives au niveau d'imposition, au transfert de richesse, à l'asymétrie informationnelle, aux coûts de cotation et aux coûts d'agence. Ils constatent que le ratio du Price Earning Ratio qui est considéré comme l'inverse d'une variable instrumentale sur les coûts d'agence influence négativement et significativement la rentabilité anormale.

Renneboog, Simons et Wright (2006) estiment à la fois la rentabilité anormale moyenne cumulée et la prime pour les PtoP réalisées au Royaume-Uni de 1997 à 2003. Bien que dans leur recherche, l'hypothèse de réaligement des intérêts est confirmée, le niveau des Free Cash Flow avant la transaction n'a pas d'impact comme ce qui a été observé dans des études anglaises antérieures. Cependant, l'hypothèse de contrôle est un déterminant significatif concernant les effets de richesse sur les actionnaires essentiellement dûs à la présence du bloc entreprise comme dirigeants. Andres et al. (2003) réalisent une étude similaire pour un échantillon de PtoP en Europe mais ils trouvent uniquement l'hypothèse de contrôle comme significative.

## 2.2 Hypothèse de transfert de richesse

En relation avec l'hypothèse de transfert de richesse, Marais et al. (1989) constatent une corrélation non significative entre les ratios de dette avant le rachat et la rentabilité anormale. Dès qu'une entreprise présente d'importants ratios de dette avant la transaction, le transfert de richesse contribue à payer les primes des actionnaires pour sortir de la cote et aller dans le secteur privé : cette relation s'est avérée positive et significative (Marais et al., 1989). Warga et Welch (1993) montrent que dans les transactions de PtoP l'augmentation d'un dollar de la valeur de marché de la société est associée à une réduction de cinq cents de la valeur totale de la dette.

De même, Asquith et Wizman (1990) montrent que le transfert de richesse des actionnaires existe mais est faible. Ils remarquent que l'hypothèse de transfert de richesse des obligataires ne peut pas être rejetée mais que l'expropriation des obligataires ne constitue pas une source principale de création de richesse aux actionnaires.

Andres et al. (2003) sont les premiers à tester le transfert de richesse des employés mais ne trouvent aucune significativité.

### 2.3 Hypothèse d'économie fiscale

Kaplan (1989b) montre que l'économie fiscale constitue une importante source de création de richesse dans les opérations de Public to Private. Son modèle permet de conclure que 76% du total du bouclier fiscal sont versés aux investisseurs via les primes. Lehn et Poulsen (1989) montrent que l'économie fiscale n'est pas un déterminant significatif dans le modèle de régression où la prime est la variable dépendante. Kieschnick (1998) aboutit à la conclusion inverse et soutient l'idée de Kaplan (1989b) selon laquelle l'économie fiscale et la taille ont des impacts positifs sur la richesse des actionnaires via un PtoP. Pour le Royaume-Uni, Renneboog, Simons et Wright (2006) rejettent l'hypothèse d'économie fiscale. Dicker (1990), Weir et al. (2005a) soulignent que les avantages fiscaux en finançant une société par de la dette sont plus faibles au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis.

### 2.4 Hypothèse des coûts de cotation

Travlos et Cornett (1993) sont les premiers à tester l'hypothèse des coûts de cotation en utilisant les coûts annuels de cotation du New York Stock Exchange et de l'AMEX<sup>3</sup> mais n'arrivent pas à la confirmer. Ceci peut être dû au fait que les coûts de cotation sur les marchés sont plus importants que la simple inscription à la cotation. Renneboog, Simons et Wright (2006) montrent une certaine approbation de cette hypothèse : l'économie réalisée par les coûts directs et indirects de la cotation contribue de manière significative à la réalisation de gains de richesse pour les actionnaires.

### 2.5 Hypothèse de sous-évaluation

Harlow et Howe (1993) trouvent que les primes payées dans les rachats par des tiers sont en moyenne 11% supérieurs aux primes payées par l'équipe managériale avec les primes typiques des MBO de 39%. La corrélation de ces primes avec les différentes mesures est significative pour les MBO. Ceci suggère qu'avant les MBO des initiés ont connaissance

---

<sup>3</sup> AMEX : American Stock Exchange

d'informations favorables et ceci constitue une preuve pour l'hypothèse de sous-évaluation. Kaestner et Liu (1996) aboutissent à des conclusions similaires : les sources de la rentabilité anormale des MBO avant le rachat ne proviennent pas des Free Cash Flow ou des économies fiscales mais plutôt par une meilleure connaissance de la performance de la société et de sa « vraie valeur ».

Gob, Gombola, Liu et Chou (2002) étudient l'hypothèse de sous-évaluation en analysant la relation entre les prévisions des analystes après l'annonce d'un rachat et la rentabilité anormale au moment de l'annonce de la transaction. Bien qu'ils ne trouvent aucune confirmation de l'hypothèse de Free Cash Flow et aucun changement induit par le levier, les auteurs montrent que les prévisions réalisées par les analystes sont liées positivement à la rentabilité anormale au moment de l'annonce d'un PtoP. Ces résultats montrent aux auteurs que l'annonce des PtoP véhicule des informations favorables sur les revenus futurs. Lee (1992) conclut l'inverse.

Renneboog, Simons et Wright (2006) confirment l'hypothèse de sous-évaluation : la performance des prix antérieurs a un impact déterminant sur la richesse des actionnaires surtout pour les MBO et remarquent que ces derniers sont les mieux placés pour exploiter cette sous-évaluation à cause de l'asymétrie informationnelle. Andres et al. (2003) trouvent une relation significative mais négative entre le prix de l'action de la société cible et le niveau de la rentabilité anormale. Par ailleurs, ils confirment aussi l'hypothèse de sous-évaluation.

## 2.6 Concurrence d'offreurs

Les opérations de PtoP avec de multiples offreurs sont associées avec des primes offertes plus importantes. Par exemple, Lowenstein (1985) estiment que les primes payées par les actionnaires dans les opérations de MBO qui impliquent au moins trois concurrents d'offreurs étaient, en moyenne 19% plus importantes que les primes payées par rapport au cas où il n'y a qu'un seul offreur. Amihud (1989) confirme ces résultats : 9 sur 15 des plus grandes transactions LBO sur la période 1983 à 1986 qui ont eu plusieurs offreurs en compétition, ont reçu des primes égales à 52.2% contre 30.7% pour les cas où il n'y a pas eu de compétition entre les offreurs. De manière similaire, Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994) montrent que lorsqu'il y a plusieurs offreurs, la prime est 17% plus importante.

La littérature attribue les primes importantes au mécanisme de la compétitivité d'offreurs (Lowenstein, 1985 ; Amihud, 1989). Cependant plusieurs nuances doivent être apportées. Les primes élevées peuvent aussi être dûes aux enchères excessivement importantes réalisées par les fonds de Private Equity qui sont souvent considérées comme irrationnelles (Andres et al., 2003). De plus le problème de la sous-évaluation justifie aussi le fait que les primes sont plus importantes.

### 3. Synthèse de la *phase Impact*

Le tableau 7 page 76 résume l'ensemble de la revue de la littérature concernant la *phase Impact*. Premièrement, nous remarquons que l'évidence de la présence de la sous-évaluation n'est pas claire. Deuxièmement, le transfert de richesse semble exister mais joue un rôle limité dans les gains de richesse des actionnaires. Un autre transfert de richesse qui n'est pas testé directement est celui de la défense de prise de contrôle. Troisièmement, les hypothèses de réaligement des intérêts et des Free Cash Flow sont assez mitigées. Il s'avère évident que l'hypothèse de réaligement des intérêts n'est seulement valide que pour les sociétés où les managers avant la transaction détiennent peu de parts. Quatrièmement, l'augmentation du bouclier fiscal pour les PtoP peut être analysée comme une source de richesse mais sa significativité est partagée. Cinquièmement, on remarque que la plupart des études réalisées sur cette phase hormis une ou deux sont toutes issues de recherches américaines. Par conséquent, la réalisation de ces travaux sur d'autres parties du monde serait intéressante à effectuer (Renneboog et Simons, 2005).

### **III. Résumé des travaux empiriques**

Dans cette section, nous allons réaliser une synthèse des principales études réalisées sur les deux phases que l'on va étudier à savoir la *phase Intend* et la *phase Impact*.

Pour cela, nous avons réalisé des tableaux synthétiques permettant de mettre en évidence les hypothèses testées par les auteurs, les échantillons retenus et les résultats observés.

A la suite de ces tableaux, nous avons sélectionné deux articles qui se réfèrent à une phase du processus de mise en place d'une opération de Public to Private. Ces deux articles servent de références à notre étude.

Tableau n° 4 : Synthèse de la revue de la littérature de la *phase Intend*

Etudes	Echantillon	Impôts	Réalignement des intérêts	Contrôle	FCF	Transfert de richesse	Coûts de cotation	Défense de prise de contrôle	Sous-évaluation
Maupin, Bidwell, Ortegren (1984)	1972-1983 USA 63 MBO	-	Non	-	Non	-	-	-	-
Lehn et Poulsen (1989)	1981-1985 USA 102 (toutes opérations)	Non	-	-	Oui	-	-	S.C	<b>Non</b>
Kieschnick (1989)	1980-1987 USA 263 MBO	Non	-	-	Non	-	Non	-	<b>Oui</b>
Kieschnick (1998)	1980-1987 USA 263 (toutes opérations)	Oui	-	-	Non	-	-	Oui	<b>Non</b>
<b>Ippolito et James (1992)</b>	<b>1980-1987 USA 169 PtoP</b>	-	-	-	<b>S.C</b>	<b>S.C</b>	-	-	-

Opler et Titman (1993)	1980-1990 USA 180 (toutes opérations)	Non	-	-	Oui	-	-	-	-
Halpern, Kieschnick et Rotenberg (1999)	1981-1985 USA 126 (toutes opérations)	Oui	Non	-	Non	-	-	Oui	-
Kosedag et Lane (2002)	1980-1996 USA 21 (toutes opérations)	Oui	-	-	Non	-	-	-	-
Weir, Laing, Wright et Burrows (2004)	1998-2001 UK 117 (toutes operations)	-	S.C	Non	Non	-	-	-	-
Weir, Laing et Wright (2005a)	1998-2000 UK 95 (toutes operations)	Non	Oui	Oui	Non	-	-	Non	-
<b>Weir, Laing et Wright (2005b)</b>	<b>1998-2000 UK 84 PtoP</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Non</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>

S.C. : Sans Conclusion

Tableau n° 5 : Etudes d'évènements sur la rentabilité anormale moyenne cumulée (CAAR) pour les opérations de Public to Private

Etudes	Echantillon	Type de sociétés	Fenêtres d'étude	Observations	CAAR
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980	Toutes les opérations	-1,0 jours	72	<b>22,27%</b>
	USA		-10,10 jours	72	<b>28.05%</b>
Torabzadeh et Bertin (1987)	1982-1985	Toutes les opérations	-1,0 jours	48	<b>18.64%</b>
	USA		-1 1 jours	48	<b>20.57%</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1987	Toutes les opérations	-1,1 jours	244	<b>16.30%</b>
	USA		-10,10 jours	244	<b>19.90%</b>
Amihud (1989)	1983-1986 USA	MBO	-20,0 jours	15	<b>19.60%</b>
Kaplan (1989a)	1980-1985 USA	MBO	-40,60 jours	76	<b>26.00%</b>
Marais, Schipper et Smith (1989)	1974-1985	Toutes les opérations	0,1 jours	80	<b>13.00%</b>
	USA		-69,1 jours	80	<b>22.00%</b>
Slovin, Sushka et Bendeck (1991)	1980-1988	Toutes les opérations	-1,0 jours	128	<b>17.35%</b>
	USA		-15,15 jours	128	<b>24.86%</b>
Lee (1992)	1973-1989	MBO	-1,0 jours	114	<b>14.90%</b>
	USA		-69,0 jours	114	<b>22.40%</b>
Frankfurter et Gunay (1992)	1979-1984	MBO	-50,50 jours	110	<b>27.32%</b>
	USA		-1,0 jours	110	<b>17.24%</b>
Travlos et Cornett (1993)	1975-1983	Toutes les opérations	-1,0 jours	56	<b>16.20%</b>
	USA		-10,10 jours	56	<b>19.24%</b>
Lee, Rosenstein, Rangan et Davidson (1992)	1983-1989	MBO	-1,0 jours	50	<b>17.84%</b>
	USA		-5,0 jours	50	<b>20.96%</b>



Van de Gucht et Moore (1998)	1980-1992	Toutes les opérations	-1,1 jours	187	<b>15.60%</b>
	USA		-10,10 jours	187	<b>20.20%</b>
Goh, Gombola, Liu et Chou (2002)	1980-1996	Toutes les opérations	-20,1 jours	323	<b>21.31%</b>
	USA		0,1 jours	323	<b>12.68%</b>
Andres, Betzer et Hoffman (2003)	1996-2002	Toutes les opérations	-1,1 jours	99	<b>15.78%</b>
	Europe		-15,15 jours	99	<b>21.89%</b>
<b>Renneboog, Simons et Wright (2006)</b>	<b>1997-2003</b>	<b>Toutes les opérations</b>	<b>-5,5 jours</b>	<b>177</b>	<b>25.53%</b>
	<b>UK</b>		<b>-40,40 jours</b>	<b>177</b>	<b>29.28%</b>

Tableau n° 6: Primes versées aux actionnaires au dessus du prix de marché lors d'une opération de Public to Private

Etudes	Echantillon	Type de sociétés	Fenêtre d'estimation	Observations	Prime Moyenne
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 USA	Toutes les opérations	40 jours	72	<b>56.30%</b>
Lowenstein (1985)	1979-1984 USA	MBO	30 jours	28	<b>56.0%</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1987 USA	Toutes les opérations	20 jours	257	<b>36.10%</b>
Amihud (1989)	1983-1986 USA	MBO	20 jours	15	<b>42.90%</b>
Kaplan (1989a, 1989b)	1980-1985 USA	MBO	2 mois	76	<b>42.30%</b>
Asquith et Wizman (1990)	1980-1988 USA	Toutes les opérations	1 jour	47	<b>37.90%</b>
Harlow et Howe (1993)	1980-1989 USA	Toutes les opérations	20 jours	121	<b>44.90%</b>
Travlos et Cornett (1993)	1975-1983 USA	Toutes les opérations	1 mois	56	<b>41.90%</b>
Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994)	1978-1988 USA	MBO	20 jours	184	<b>32.90%</b>
Weir, Laing et Wright (2005a)	1998-2000 UK	Toutes les opérations	1 mois	95	<b>44.90%</b>
<b>Renneboog, Simons et Wright (2006)</b>	<b>1997-2003 UK</b>	<b>Toutes les opérations</b>	<b>20 jours</b>	<b>177</b>	<b>41.00%</b>

Tableau n° 7 : Résumé de la littérature sur la seconde phase: *Phase Impact*

Etudes	Echantillon	Impôts	Réalignement des intérêts	Contrôle	Free Cash Flow	Transfert de richesse	Coûts de cotation	Défense de prise de contrôle	Sous-évaluation
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 USA 72 (toutes les opérations)	-	S.C	S.C	-	-	-	-	-
Lowenstein (1985)	1979-1984 USA 28 MBO	-	-	-	-	-	-	-	-
Torabzadeh et Bertin (1987)	1982-1985 USA 48 (toutes opérations)	-	-	-	-	-	-	-	-
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1987 USA 244 (toutes opérations)	Non	-	-	Oui	Oui	-	-	-

Amihud (1989)	1983-1986 USA 15 MBO	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaplan (1989a, 1989b)	1980-1985 USA 76 MBO	Oui	-	-	-	-	-	-	-
Marais, Schipper et Smith (1989)	1974-1985 USA 80 (toutes opérations)	-	-	-	-	Non	-	-	-
Asquith et Wizman (1990)	1980-1988 USA 47 (toutes opérations)	-	-	-	-	Non	-	-	-
Lee (1992)	1973-1989 USA 114 MBO	-	-	-	-	-	-	-	<b>Non</b>
Lee Rosenstein, Rangan et Davidson (1992)	1983-1989 USA 50 MBO	-	-	-	-	-	-	-	-

Frankfurter et Gunay (1992)	1979-1984 USA 110 MBO	-	-	Oui	Oui	Non	-	Oui	
Travlos et Cornett (1993)	1975-1983 USA 56 (toutes les opérations)	S.C	S.C	S.C	S.C	Non	Non	-	<b>Oui</b>
Harlow et Howe (1993)	1980-1989 USA 121 (toutes les opérations)	-	-	-	-	-	-	-	<b>Oui</b>
Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994)	1978-1988 USA 184 MBO	-	-	-	-	-	-	-	-
Halpern, Kieschnick, Rotenberg (1999)	1981-1985 USA 126 (toutes les opérations)	Non	Non	-	Non	-	-	-	-

Goh, Gombola, Liu et Chou (2002)	1980-1996 USA 323 (toutes les opérations)	-	-	-		-	-	-	<b>Oui</b>
Andres, Betzer et Hoffman (2003)	1996-2002 Europe 99 (toutes les opérations)	Non	Non	Oui	Non	Non	-	-	<b>Oui</b>
<b>Renneboog, Simons et Wright (2006)</b>	<b>1997-2003 UK 177 (toutes les opérations)</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Non</b>	<b>-</b>	<b>Oui</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>

## **IV. Synthèse de la revue de la littérature sur les Public to Private : articles de référence**

En faisant l'analyse de la littérature existante, on remarque qu'aucune étude n'a réalisé à la fois une analyse logistique binaire et une régression multiple afin d'analyser les différentes phases du déroulement d'une opération de Public to Private. C'est la raison pour laquelle nous choisissons cette méthodologie pour réaliser ce travail de recherche.

Nous avons sélectionné les principales analyses concernant notre étude. Pour cela, nous avons choisi deux études pour chacune des phases : concernant l'analyse logistique binaire deux travaux sont à souligner, celui de Achleitner Ann-Kristin, Betzer André, Hinterramskogler Bastian (2008) et celui de Weir, Laing, Wright (2005). Concernant l'analyse de la régression multiple, quelques études ont été réalisées sur ce sujet comme l'indique la synthèse effectuée par Renneboog et Simons (2005). Cependant force est de remarquer que seuls deux travaux dont un essentiellement analyse de manière précise toutes les motivations de ces opérations. Les autres ne s'intéressent qu'à quelques motivations. La première étude, celle de Renneboog, Simons et Wright (2006), la deuxième étant celle de Geranio et Zanotti (2007). Nous décrivons de manière précise dans les paragraphes suivants, les deux articles de référence, un concernant l'analyse univariée et la régression logistique binaire l'autre concernant la régression multiple. Le troisième article celui de Geranio et Zanotti (2007) a aussi été introduit dans le sens où c'est l'étude la plus récente, toutefois elle est décrite de manière plus brève que les deux autres.

### **A. Articles de références**

#### **1. Achleitner, Betzer, Hinterramskogler (2008)**

Les trois auteurs, originaires d'Allemagne, étudient les stratégies réalisées par les sociétés cotées pour sortir de la cotation boursière (*going private*). L'étude est réalisée sur la période allant de 1997 à 2007 en Europe Occidentale.

Les auteurs recensent onze hypothèses. Elles sont les suivantes :

⇒ Hypothèse 1 : Management 1

Les firmes en Private Equity investissent davantage dans les sociétés où la propriété managériale est assez faible.

⇒ Hypothèse 2 : Management 2

Les firmes en Private Equity investissent davantage dans les sociétés où la propriété managériale est assez forte.

En effet, le fait que les managers aient investi toute leur fortune personnelle peut avoir un effet nuisible vis-à-vis des actionnaires extérieurs (Morck et al., 1988 ; McConnell et Servaes, 1990) pour les études américaines ; Short et Keasey (1999) ,Weir et al. (2003) pour les études anglaises.

Pour tester ces deux hypothèses, ils utilisent la variable « Management » où la part des managers est au moins égale à 5%.

⇒ Hypothèse 3 : Effet de Levier 1

Les firmes de Private Equity investiront davantage dans les sociétés où le niveau d'effet de levier est faible et où le niveau d'impôts est élevé.

⇒ Hypothèse 4 : Effet de Levier 2

Les firmes de Private Equity investiront davantage dans les sociétés où le niveau d'effet de levier est faible et où le niveau des Free Cash Flow est élevé.

⇒ Hypothèse 5 : Effet de Levier 3

Les firmes de Private Equity investiront davantage dans les sociétés où le niveau d'effet de levier est faible, où le niveau des Free Cash Flow est important et où les perspectives de croissance sont faibles.

Pour étudier l'ensemble de ces 3 hypothèses, les auteurs utilisent des variables interactives : FCF\*Growth Dummy où la variable « Growth » est mesurée à l'aide du ratio de Q de Tobin.



⇒ Hypothèse 6 : Dépenses de Capitaux

La probabilité qu'une firme de Private Equity investisse dans une société est plus importante dès lors que le niveau relatif des dépenses de capitaux de la société est important.

En effet, Murphy (1985) souligne que ces sociétés sur-investissent par rapport à leurs pairs qui sont restées cotées en bourse. Par conséquent une meilleure gestion des dépenses de capitaux contribuerait à une meilleure valeur de la société. Ils essaient de détecter l'ensemble des investissements inefficients (Halpern et al., 1999) en observant les dépenses d'investissement de la firme sur la totalité des ventes.

Cette hypothèse est mesurée par les dépenses de capitaux.

⇒ Hypothèse 7 : Risque

Les firmes de Private Equity préfèrent investir dans les sociétés où le niveau des Free Cash Flow est relativement stable.

Pour cela, ils utilisent la mesure utilisée par Achleitner et al. (2008) selon laquelle le risque est mesuré en prenant l'écart type de la rentabilité quotidienne des actions sur une période précise : deux mois avant l'annonce jusqu'au moment de l'annonce de l'investissement de la firme de Private Equity.

⇒ Hypothèse 8 : Performance

La probabilité qu'une entreprise se retire de la cotation est inversement liée à la performance antérieure de l'action de cette dernière.

La performance est définie comme le ratio entre le prix de clôture de marché et le prix de l'action deux mois précédant l'annonce.

⇒ Hypothèse 9 : Monitoring

La propension des investisseurs des entreprises en Private Equity à intégrer une société retirée de la cote diminue avec la présence d'un fort actionnariat.

Pour cela, ils utilisent les deux plus importants actionnaires comme variables instrumentales.

⇒ Hypothèse 10 : Bénéfices

Les investisseurs des sociétés en Private Equity sont moins intéressés à faire partie de la société lorsque les plus importants actionnaires s'approprient la majorité des gains.

Cette dernière hypothèse a aussi été soutenue par Gugler et Yurtoglu (2003). Pour cela, ils ont recours à deux variables dichotomiques où ils retiennent le deuxième plus important actionnaire qui détient soit 5 ou 10% de parts dans la société.

⇒ Hypothèse 11 : Participations

Les sociétés en Private Equity préfèrent investir dans les firmes où elles pourront évoluer en terme de parts de participation au sein de ces dernières.

Pour cela, ils additionnent les trois plus importants actionnaires. Ils ont aussi recours à l'indice Herfindhal. C'est un indice qui mesure le degré de concentration du marché.

Pour tester l'ensemble de ces hypothèses, les auteurs constituent un échantillon et un échantillon de contrôle dont ce dernier comprend les sociétés cotées en bourse. La méthode retenue est celle de la technique de pairage. Nous l'utiliserons aussi. Ils obtiennent ainsi 108 sociétés pour chacun des deux échantillons. La méthodologie employée diffère de certaines études car ils utilisent une analyse univariée suivie d'une régression logistique binaire. Elle sera aussi retenue pour notre étude.

Au final, les auteurs énoncent les conclusions suivantes :

- ⇒ Les firmes ayant une faible ou une forte propriété managériale, une capacité de dette importante, un niveau de Free Cash Flow important et des perspectives de croissance faibles sont de réelles cibles pour sortir de la bourse.
- ⇒ Les sociétés sorties de la cote ont un actionnariat plus concentré et plus important que les sociétés restées cotées en bourse.

## 2. Renneboog, Simons et Wright (2006)

Cette étude, réalisée par trois auteurs, est la plus complète à l'heure actuelle de la littérature des opérations de Public to Private. En effet, ils analysent l'ampleur et les différentes sources possibles des gains de richesse obtenus par les actionnaires. Ils en dénombrent sept. L'étude porte sur les opérations de Public to Private au Royaume-Uni de 1997 à 2003 avec 177 sociétés. Les hypothèses sont extrêmement proches de celles que nous utilisons, toutefois l'opérationnalisation diffère quelque peu. Les hypothèses sont les suivantes : hypothèse d'économie fiscale, hypothèse de réaligement des intérêts, hypothèse de contrôle, hypothèse de Free Cash Flow, hypothèse de coûts de transaction, hypothèse de prise de contrôle, hypothèse de sous-évaluation. L'opérationnalisation de ces dernières diffèrent de notre étude du fait d'un accès aux données différent et du fait que cette étude est à échelle nationale contrairement à la nôtre ; certains effets sont différents. La méthodologie utilisée pour étudier l'ensemble de ces hypothèses est la suivante : pour évaluer la richesse obtenue par les actionnaires, deux mesures ont été retenues : celle de la prime et celle de la rentabilité anormale moyenne cumulée. Ainsi ces deux variables ont fait chacune l'objet de la variable dépendante pour chaque modèle étudié. Une régression multiple a été utilisée.

Les résultats sont les suivants :

Tableau n° 8 : Récapitulatif des hypothèses de l'étude de Renneboog, Simons et Wright (2006)

Hypothèses	Opérationnalisation	Signes Attendus	Résultats
<b>H1 : Economie Fiscale</b>	Impôts (% des ventes)	+	NS
	Impôts*performance (1 si ROA>médiane)	-	NS
	Dette/ratio de fonds propres	-	Négatif
<b>H2 : Réalignement des intérêts</b>	Propriété Managériale	-	TN
<b>H3 : Contrôle</b>	Bloc Institutionnel	-	Négatif
	Bloc Entreprise	-	TN
	Bloc Famille	-	NS
<b>H4 : Free Cash Flow</b>	Free Cash Flow	+	NS
<b>H5 : Coûts de Transaction</b>	AIM (1=oui)	-	Négatif
<b>H6 : Prise de contrôle</b>	Intérêt de prise de contrôle (1=oui)	+	NS
<b>H7 : Sous-évaluation</b>	Rendement de l'action * MBO	-	TN
	Rendement de l'action * MBI	-	NS
	Rendement de l'action * IBO	-	TN
<b>Variables de contrôle</b>	Offre hostile (1=oui)	-	NS
	Directeur a été remplacé deux ans avant le rachat (1=oui)	-	TN
	Restructuration de l'entreprise 5 ans avant le rachat 1=oui)	-	NS
	Pré 2000	+	NS
	Offre Compétitive (1=oui)	+	TP

Source : Renneboog, Simons et Wright, 2006

NS : non significatif

TN : très négatif

TP : très positif

Suite à ces résultats quelques précisions et remarques doivent être mentionnées :

⇒ Hypothèse 1 : Economie Fiscale

Cette hypothèse prédit que les gains des actionnaires seront d'autant plus élevés que l'effet de levier sera lui-même important en raison des déductions des intérêts. Pour cela, ils opérationnalisent cet effet en introduisant la variable « impôts » (en pourcentage des ventes). De plus, les auteurs soulignent que deux autres notions peuvent influencer le niveau d'impôt : la politique d'investissement et la politique comptable de la société d'où l'ajout des deux autres variables : Impôts\*Performance et Dette/Ratio des fonds propres. Cependant les auteurs n'obtiennent qu'un résultat sur trois significatif. Ces résultats sont en contradiction avec ceux obtenus par les études américaines comme celles par exemple de Kieschnick (1998) et Kaplan (1989b). Toutefois comme le soulignent Dicker (1990) ; Weir et al. (2005a), les avantages fiscaux obtenus par les actionnaires lors des Public to Private sont de plus faibles ampleurs que ceux constatés aux Etats-Unis. Ceci s'explique tout simplement par le fait que les régimes fiscaux diffèrent, celui des Etats-Unis étant plus avantageux que celui au Royaume-Uni.

⇒ Hypothèse 2 : Réalignement des intérêts

Cette hypothèse est opérationnalisée comme dans notre étude, en utilisant une variable dichotomique égale à 1 lorsque le manager détient au moins 25% du capital de la société. Les auteurs espéraient obtenir une relation négative, ceci s'est avéré véridique et significatif. Cette relation négative comme nous le constaterons aussi dans nos résultats s'explique par le fait que les managers qui détiennent au moins 25% des fonds propres de la société sont assez présents. Par conséquent ils n'offrent aucune opportunité aux autres investisseurs d'effectuer une offre adverse. Ce fait est aussi constaté par Stulz (1988).

⇒ Hypothèse 3 : Contrôle

Dans le but d'étudier les différentes parties extérieures qui investissent au sein de ces sociétés, les auteurs ont distingué trois types d'actionnaires potentiels. Ils les ont divisés en trois blocs (nous avons aussi retenu cette méthode) : bloc Institutionnel, bloc Entreprise et le bloc Famille. Chacun de ces blocs représentent une variable dichotomique égale à 1 lorsque

ces actionnaires détiennent au moins 3% du capital de la société. Le seuil utilisé ne sera pas retenu pour cette étude : nous retiendrons un seuil égal à 5%. Au final les auteurs obtiennent une relation négative entre les blocs et la richesse obtenue par les actionnaires.

⇒ Hypothèse 4 : Free Cash Flow

L'opérationnalisation de cette hypothèse s'effectue en utilisant la variable Free Cash Flow. Les auteurs espèrent obtenir une relation positive dans le sens où les opérations de Public to Private impliquent un recours à l'emprunt assez important. Par conséquent, les gaspillages et les investissements non efficaces, que connaissaient auparavant ces sociétés, doivent être évités ce qui, par conséquent, génère davantage de cash flow. Ces derniers seront utilisés à bon escient. Cependant le résultat n'est pas significatif.

⇒ Hypothèse 5 : Coûts de transaction

Les auteurs étudient l'impact des coûts directs de maintien de la cotation des sociétés. En effet, le fait que les sociétés soient en *going private* provient aussi du fait de l'élimination des coûts liés à la cotation. Pour cela, ils distinguent les firmes cotées à l'AIM<sup>4</sup> des firmes cotées au LSE. Les premières subiraient des coûts plus faibles que les secondes. Cependant, les résultats trouvés sont uniquement significatifs lorsque la prime est la variable dépendante.

⇒ Hypothèse 6 : Défense de prise de contrôle

Les auteurs soutiennent le fait que les sociétés décident de sortir de la bourse du fait qu'elles sont très sollicitées par des offres de rachat qui sont parfois hostiles. Le fait de sortir de la bourse permet de les protéger. Ainsi, ils ont utilisé une variable dichotomique égale à 1 s'il y a eu une volonté de prise de contrôle un an avant l'annonce d'un Public to Private. Aucun résultat n'a été significatif.

---

<sup>4</sup> AIM (Alternative Investment Market) : c'est un marché qui a été lancé par la Bourse de Londres en 1995. Il s'agit d'un marché « spécifiquement conçu pour les activités en forte croissance qui combine les avantages d'une cotation publique avec une approche réglementaire flexible ». Ce marché permet l'accès à la Bourse aux entreprises qui auraient du mal à entrer sur le Main Market, le marché principal, le London Stock Exchange (LSE) en raison de leur faible assise financière.

### ⇒ Hypothèse 7 : Sous-évaluation

Il est possible que les managers aient une information privée et réalisent que la valeur de la société est sous-évaluée. Il existe une asymétrie informationnelle entre les managers et les investisseurs extérieurs à la société concernant la valeur de cette dernière (Roll, 1977 ; Lehn, Netter, Poulsen, 1990) : les firmes sont considérées comme des « portefeuilles de projets » (Kieschnick, 1987). Ce problème peut être amplifié lorsque les sociétés sont cotées et surtout celles de petite taille. En effet, ces firmes utilisent les marchés financiers pour se développer. Dans ce cas, les investisseurs institutionnels ne seront plus incités à investir dans ces sociétés.

La sous-évaluation est mesurée selon les auteurs par la performance passée de la société. Pour cela, ils utilisent la rentabilité du prix de l'action sur une période allant d'une année précédente au Public to Private jusqu'à un mois avant la première annonce. Ayant un échantillon à échelle nationale, les auteurs ont pu scinder les différents types de Public to Private (MBO, MBI, IBO), ils ont réussi à étudier la performance de chacun d'entre eux. Les résultats obtenus confirment la significativité et l'importance de la sous-évaluation de la société.

Au final, les auteurs peuvent, grâce aux différents tests réalisés, dresser les principales sources créatrices de richesse pour les actionnaires : la sous-évaluation, l'intérêt fiscal et le réaligement des intérêts entre les différents acteurs de la société

### 3. Geranio et Zanotti (2007)

La seconde étude, réalisée par Geranio M. et Zanotti G. (2007), est la plus récente. Les deux auteurs, originaires d'Italie, essaient de répondre à la problématique suivante : comment peut-on expliquer la rentabilité anormale moyenne cumulée selon les différentes caractéristiques des sociétés ?

L'étude réalisée porte sur plusieurs pays européens à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France, la Hollande et l'Italie sur la période 2000-2005. Huit hypothèses caractérisent leur étude.

Elles sont les suivantes :

### ⇒ Hypothèse 1 : La sous-évaluation

- ⇒ Hypothèse 2 : Effet Taille
- ⇒ Hypothèse 3 : Cash Flow
- ⇒ Hypothèse 4 : Effet de levier
- ⇒ Hypothèse 5 : Coûts de cotation
- ⇒ Hypothèse 6 : Caractéristiques du rachat

D'autres types de variables ont été introduits tels que l'effet du turnover, l'effet de levier, la date de l'IPO... Ils en déduisent aussi que la sous-évaluation est la principale motivation des sorties de la cote.

Concernant les motivations des opérations, notre travail se distingue des autres travaux de la manière suivante :

- ⇒ L'étude prendra en compte les principales motivations envisagées par les auteurs : elles sont au nombre de huit<sup>5</sup> car nous introduisons une autre hypothèse relative aux perspectives de croissance.
- ⇒ L'étude réalisée est, pour la première fois de la littérature des *going private*, à l'échelle internationale (USA, Europe, Asie). Elle recouvre ainsi 82%<sup>6</sup> de la population mondiale des Public to Private sur la période 2000-2007.
- ⇒ Aucune recherche n'a encore étudié le continent asiatique qui présente un fort potentiel de ces opérations.
- ⇒ En tenant compte des différentes vagues de Public to Private, des différents changements conjoncturels, les motivations et les performances peuvent évoluer, notre travail sera actualisé et permettra de clarifier les résultats.
- ⇒ Le recours à plusieurs méthodologies empiriques telles que l'étude d'évènement, la régression multiple, la régression logistique binaire (univariée et multivariée) contribuent aussi à l'originalité de notre travail.

---

<sup>5</sup> L'étude de Renneboog, Simons et Wright (2006) étudient sept hypothèses alors que notre étude mettra aussi l'accent sur les perspectives de croissance d'où huit hypothèses.

<sup>6</sup> Source : Thomson One Banker



## B. Analyse des facteurs déterminants

Nous récapitulons l'ensemble des facteurs déterminants à la sortie de la cotation boursière des sociétés.

Sur le marché français, une seule analyse (Onnée S., 1998), se rapportant aux facteurs déterminants des opérations de retrait de la cote, a été effectuée sur 127 sociétés retirées de la cote entre 1990 et 1996. Sur une période plus récente, des analyses réalisées au Royaume-Uni (Renneboog, Simons et Wright, 2006) et en Allemagne (Achleitner, Andres, Betzer, et Weir, 2008) ont été réalisées même si en Europe, elles demeurent assez limitées.

La revue de la littérature nous révèle que ces facteurs sont essentiellement des motivations provenant de la théorie de l'agence : le réaligement des intérêts, les Free Cash Flow et le contrôle. Les principales motivations retenues de l'ensemble des courants de pensée s'élèvent au nombre de huit. Elles feront l'objet des huit hypothèses de notre recherche : elles sont les suivantes :

- ⇒ Economie Fiscale
- ⇒ Réalignements des intérêts
- ⇒ Contrôle
- ⇒ Free Cash Flow
- ⇒ Perspectives de croissance
- ⇒ Coûts de cotation
- ⇒ Protection anti-rachat
- ⇒ Sous-évaluation

Dans notre analyse, nous cherchons à déterminer à la fois les motivations parmi les huit précédemment citées qui incitent le plus les sociétés à sortir de la Bourse et l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. A la différence des études précédentes, nous analysons ces deux phases, qui caractérisent une partie du processus de développement de ces transactions, dans une même étude. De plus, cette analyse se focalise sur plusieurs zones géographiques en mettant en avant l'Asie, qui n'a pour l'instant jamais été étudiée. Ceci permettra de comparer les différents résultats obtenus et d'identifier un profil type de Public to Private selon les zones géographiques.

En effet, plusieurs divergences co-existent entre ces dernières comme par exemple :

- ⇒ L'Europe est caractérisée par une gouvernance d'entreprise distincte par rapport aux Etats-Unis.
- ⇒ Les Public to Private en Europe sont moins affectées par la conjoncture économique.
- ⇒ En Europe, il y a un débat assez soutenu concernant les régulations de l'industrie du Private Equity.
- ⇒ La structure de propriété est différente entre l'Europe et les Etats-Unis (Faccio, Lang, 2002) :
  - Les actionnaires minoritaires sont moins protégés en Europe (La Porta et al., 1999).
  - La structure actionnariale est très présente en Europe et notamment l'actionnariat familial qui exerce un fort contrôle au sein des sociétés (Andres, 2008 ; Faccio et Lang, 2002).
  - La structure de propriété est moins concentrée en Europe, par conséquent elle souffrira plus de problèmes d'agence entre les managers et les actionnaires qu'aux Etats-Unis.

Divers outils économétriques ont été utilisés afin de répondre à ces objectifs. Pour cela, deux logiciels ont été utilisés à savoir E-views et SPSS.

## V. Problématique

Notre recherche empirique se focalise sur les objectifs suivants :

- ⇒ Analyser les motivations des opérations de Public to Private. (*Phase Motivation*)
- ⇒ Evaluer la richesse obtenue par les actionnaires lors des opérations de Public to Private. (*Phase Estimation*)
- ⇒ Etudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. (*Phase Impact*)

Pour atteindre cet objectif nous avons recours à plusieurs méthodes selon les phases étudiées :

- ⇒ La *phase Motivation* fera l'objet de deux études : d'une part une analyse univariée et d'autre part une analyse logistique binaire.
- ⇒ La *phase Estimation* fera l'objet du calcul de la rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC ou CAAR<sup>7</sup>) et de la prime<sup>8</sup>. Pour tester ces deux variables quatre tests économétriques seront utilisés (test de Student, test de Kothari et Warner, tests non paramétriques). Par ailleurs, des tests de comparaison de moyenne et des tests non paramétriques de Wilcoxon seront effectués afin d'observer les différences de rentabilité et de prime entre les zones étudiées ainsi que leur significativité.
- ⇒ La *phase Impact* sera étudiée à l'aide d'une régression multiple.

Ces trois étapes nous permettront d'étudier de manière plus approfondie les opérations de Public to Private. Notons que pour chaque phase, une analyse par zone géographique sera réalisée afin de mettre en valeur les résultats de chacune. Dans les chapitres suivants, nous présentons la méthodologie employée pour réaliser l'ensemble des tests.

Pour résumer, nous avons pu observer que beaucoup d'études américaines ont été réalisées à l'échelle nationale, on remarque aussi qu'elles ne sont pas récentes. Une lacune existe dans ce domaine. Par ailleurs, les études européennes sont relativement faibles, celles réalisées ne le

---

<sup>7</sup> CAAR : Cumulative Average Abnormal Return

<sup>8</sup> Prime : rémunération des actionnaires

sont que pour le Royaume-Uni, pays pionnier de ces opérations en Europe. De même, Renneboog et al. (2007) soulignent le fait qu'il y a un manque sévère d'études sur d'autres pays du monde. Cette remarque est tout à fait pertinente pour notre analyse. En effet, notre analyse contribuera à plusieurs apports dans la littérature des Public to Private :

- ⇒ L'étude sera réalisée à l'échelle internationale (Etats-Unis, Europe, Asie).
- ⇒ Les opérations de Public to Private seront aussi étudiées pour le continent asiatique.
- ⇒ L'étude simultanée dans une même analyse de trois phases (*Motivation-Estimation-Impact*).
- ⇒ L'étude porte sur une période récente : 2000-2007.

Ces quatre points sont pour la première fois étudiés, a priori aucune recherche ne les a effectué à ce jour simultanément.

Ce chapitre nous a permis de recenser l'ensemble des études empiriques réalisées sur les opérations de Public to Private.

Nous constatons que la quasi majorité de ces dernières sont de nature anglo-saxonnes et qu'elles proviennent essentiellement des Etats-Unis. Ce résultat n'est d'autant pas surprenant du fait que c'est le pays pionnier de la création de ces opérations dans les années 80. En Europe, seules des études anglaises ont été réalisées. Comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni est aussi le pays pionnier des Public to Private mais cette fois-ci à échelle européenne.

En Asie, aucune référence ne peut être amenée du fait que c'est la première étude que nous réalisons.

Par ailleurs, l'accélération pendant ces toutes dernières années de ce type de transaction a réveillé le monde académique (Renneboog, Simons, 2005 ; Renneboog, Simons et Wright, 2006 ; Geranio, Zanotti, 2007 ; Achleitner, Betzer, Hinterramskogler, 2008) et plusieurs recherches ont été effectuées en espérant trouver une réponse justifiant ce phénomène en termes de motivations et de performance.

Au vu de l'ensemble des recherches effectuées dans la revue de la littérature, nous avons exposé la problématique de recherche de ce travail qui s'articule autour de trois phases : la *phase Motivation*, la *phase Estimation* et la *phase Impact*. Huit motivations ont été recensées, elles feront l'objet des huit hypothèses de l'étude. Ces dernières sont présentées dans le chapitre suivant.

Cette deuxième partie est destinée à la présentation des travaux empiriques réalisés sur les opérations de Public to Private au niveau international.

Notre étude porte sur un échantillon de 413 Public to Private au niveau international, comprenant quatre zones géographiques : les Etats-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et l'Asie.

Les outils économétriques retenus sont au nombre de deux : SPSS, E-Views afin d'effectuer les tests présentés ci-dessous.

L'objectif de cette partie est triple :

- ⇒ D'abord déterminer les motivations des opérations de Public to Private.
- ⇒ Ensuite évaluer la richesse des actionnaires.
- ⇒ Enfin étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires.

Le premier chapitre a pour vocation de déterminer les raisons c'est-à-dire l'ensemble des motivations qui incitent les sociétés à sortir de la cote boursière. Pour cela, nous avons sélectionné huit motivations (Renneboog, Simons, 2005 ; Weir, Laing, Wright, Burrows, 2005a) que nous avons chacune opérationnalisées. Nous détaillons ensuite la méthodologie employée pour réaliser l'étude empirique de cette phase. En effet, deux méthodologies ont été sélectionnées : d'une part, l'analyse univariée qui permet de déterminer si la différence obtenue des ratios entre les deux échantillons (échantillon de l'étude et échantillon de contrôle) est significative ou non. D'autre part, une régression logistique binaire est employée afin de tester différents modèles selon l'opérationnalisation des variables. Dans une troisième et dernière partie, nous présentons les résultats obtenus des deux analyses. Dans une optique de clarté, nous avons mis en évidence les différents résultats obtenus selon les zones géographiques. Ce chapitre permet d'étudier la *phase Motivation* de notre étude.

Le deuxième chapitre permet d'évaluer la richesse obtenue par les actionnaires lors des opérations de Public to Private. Deux indicateurs ont été sélectionnés : d'une part la prime et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée (Renneboog, Simons et Wright, 2006). Ces deux derniers ont fait l'objet de tests à la fois paramétriques et non paramétriques. De plus, nous effectuons des tests de différence de moyennes ainsi que des tests des rangs (test de

Wilcoxon) afin de constater si les différences obtenues selon les indicateurs et selon les fenêtres d'études sont significatives. Ce deuxième chapitre permet d'étudier la *phase Estimation* de notre analyse.

Le troisième et dernier chapitre a pour objectif d'étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires (*Phase Impact*). Nous utilisons les deux indicateurs de richesse précédemment évalués comme variables dépendantes. Pour cela, deux modèles ont été effectués pour chaque zone géographique. Nous utilisons des régressions linéaires multiples pour effectuer nos différents tests. Les hypothèses retenues sont les mêmes que celles précédemment citées dans le chapitre 3.

# Chapitre 3 :

## Hypothèses-Méthodologie de test-Choix des données

L'objectif de notre recherche est de répondre aux trois questions suivantes :

- ⇒ Quelles sont les motivations des opérations de Public to Private ?
- ⇒ Comment peut-on mesurer l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires ?
- ⇒ Quel est l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires ?

Nous allons répondre à ces trois questions en les distinguant chacune par une phase, qui représente une partie du processus des opérations de Public to Private. Elles sont les suivantes :

- ⇒ *Phase Motivation*
- ⇒ *Phase Estimation*
- ⇒ *Phase Impact*

L'analyse du déroulement d'une opération de Public to Private a été étudiée aux Etats-Unis (DeAngelo, DeAngelo et Rice, 1984 ; Kaplan, 1989) et au Royaume-Uni (Weir et al. 2005 ; Renneboog, Simons et Wright, 2006). Peu d'études européennes ont été réalisées et aucune étude asiatique n'a été effectuée. De plus, aucune recherche n'a étudié ces trois phases simultanément. Par conséquent, l'analyse internationale des opérations de Public to Private est nouvelle.

Nous concentrons nos efforts dans un premier temps sur une analyse détaillée de notre problématique et sur la méthodologie requise pour chacune des trois phases. Comment mesurer l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires ? Quelles



mesures doivent être utilisées ? Comment les tester, les interpréter ? Toutes ces questions feront l'objet de réponses détaillées dans la section I de notre chapitre.

A l'instar des recherches précédentes, nous évoquerons dans un second temps les différentes hypothèses faisant l'objet des principaux facteurs qui influencent la richesse des actionnaires. L'ensemble de ces motivations fait référence à différentes théories économiques, que ce soit la théorie de l'agence (Jensen, 1986), la théorie de l'enracinement, la théorie du bâton et de la carotte (Lowenstein, 1985).

Dans un troisième et dernier temps, nous évoquerons la manière dont les données ont été retenues selon divers critères et à l'aide de différentes sources.

Par ailleurs, nous introduirons aussi les outils économétriques utilisés. Chaque phase faisant l'objet d'un outil spécifique :

⇒ *Phase Motivation* : deux méthodes seront utilisées :

- L'analyse univariée: cette méthode nous permet de déterminer les principales motivations des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires.
- La régression logistique binaire : le recours à cette méthode se justifie dès lors que la variable dépendante est binaire. Elle a pour but de confirmer ou non les résultats précédemment obtenus.

⇒ *Phase Estimation* : trois tests seront réalisés :

- Test de Kothari et Warner (1997) : études d'évènements
- T test, test de Wilcoxon
- Test de Cowan (1992)

⇒ *Phase Impact* : une méthode est utilisée :

- Régression multiple

## **I. Les hypothèses : détermination des principales sources de création de valeur**

Dans cette section, nous présentons l'ensemble des motivations des opérations qui se retirent de la cote. Pour cela, nous effectuons une revue de la littérature de chacune d'entre elles et nous formulerons ensuite nos hypothèses que nous matérialiserons par un encadré. Pour chacune d'entre elles, deux hypothèses seront mentionnées, une hypothèse « a » et une hypothèse « b ». Celles-ci correspondent aux deux analyses que nous réalisons, une dans le chapitre 4 (analyse des motivations des Public to Private) et une autre dans le chapitre 6 (analyse de l'impact des Public to Private sur la richesse des actionnaires). De manière plus simple, nous les exposons de cette manière :

- ⇒ Hypothèse a : cette hypothèse aura pour but de tester les motivations des opérations de Public to Private face à l'échantillon de contrôle constitué de firmes cotées en bourse.
- ⇒ Hypothèse b : cette hypothèse aura pour but de tester l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires.

Nous citons d'ores et déjà les huit motivations, qui font l'objet de nos huit hypothèses :

- ⇒ L'économie fiscale.
- ⇒ Le réaligement des intérêts.
- ⇒ Le contrôle.
- ⇒ Les Free Cash Flow.
- ⇒ Les perspectives de croissance.
- ⇒ Les coûts de cotation.
- ⇒ La protection anti-rachat.
- ⇒ La sous-évaluation.

### **A. Economie fiscale**

Dans la grande majorité des opérations de Public to Private, on constate un recours massif à la dette. L'emprunt contracté par la société lui confère l'argent nécessaire pour réaliser le

montage. Cet emprunt a une double vocation : d'une part, il permet à l'entreprise de réaliser le montage et d'autre part il permet une déduction fiscale à travers les intérêts d'emprunts. Ces derniers permettront de rembourser la dette et de rémunérer les actionnaires via le versement des primes. Ainsi, Kaplan (1989b), aux Etats-Unis, a estimé sur la période 1980-1986, que 21 à 72% des primes payées aux actionnaires lors des acquisitions dans le cadre d'un Public to Private étaient liées aux bénéfices que les actionnaires allaient obtenir des déductions fiscales. Bien que cet avantage fiscal soit offert aux acquéreurs de la société, ce sont les actionnaires de la société cible qui en profitent le plus à travers les primes qui leur sont versées. Par conséquent, la richesse obtenue par les actionnaires des Public to Private est positivement corrélée à un fort niveau d'impôts.

Le montage d'un Public to Private implique une augmentation substantielle de levier. C'est pourquoi, l'augmentation de la déduction des intérêts peut constituer une importante source de gains de richesse (Lowenstein, 1985). Notons toutefois que l'impact sera différent selon le régime fiscal du pays dans lequel aura lieu l'opération. En effet, on s'attend à des régimes fiscaux et à des taux d'imposition différents selon les zones géographiques étudiées. On en déduit que la déductibilité fiscale des intérêts sur les nouveaux crédits d'impôts constitue un enjeu fiscal majeur avant l'opération.

Nous déduisons les hypothèses suivantes relatives à l'économie fiscale :

#### Hypothèse 1 : Economie Fiscale

H1 (a) : Les sociétés bénéficiant d'économies fiscales potentielles tendent davantage à sortir de la cote.

H1 (b) : Les gains des actionnaires sont positivement corrélés au niveau de taxation et négativement corrélés au ratio de levier pour les firmes cibles avant l'opération.

## B. La réduction des coûts d'agence

### 1. Réalignement des intérêts des actionnaires et du management

#### 1.1 Divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants

Le conflit d'intérêt qui réside entre le management et l'actionnaire existe depuis longtemps. Adam Smith (1776), Berle et Means (1932) ont soulevé ce problème pour la première fois il y a plus de deux siècles avant d'être formalisées par Jensen et Meckling (1976). Le conflit d'intérêt peut se résumer de la manière suivante : moins le management est intéressé aux résultats de la société et plus sa conduite risque de dévier de ce qu'elle devrait être pour créer de la valeur dont profiteront les actionnaires.

La divergence d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants peut s'expliquer en trois points :

- ⇒ Le patrimoine des dirigeants diffère de celui des investisseurs. Pour un investisseur, il existe deux types de risque sur le marché : d'une part le risque de marché appelé aussi risque systématique (c'est le risque du titre corrélé au risque du marché, il affecte tous les titres du marché) et d'autre part, le risque spécifique ou idiosyncratique (ce risque n'affecte que certains éléments des titres du marché, celui-ci étant neutralisé par la technique de la diversification). Ainsi, les deux objectifs en terme de composition de patrimoine diffèrent selon les agents. Les investisseurs ont un objectif de diversification dans le but d'optimiser au maximum leur portefeuille et d'éliminer le risque spécifique. Au contraire, les dirigeants sont beaucoup moins enclin à diversifier leur portefeuille. Généralement, comme ils ont investi la majorité de leur patrimoine dans la société, ils évitent d'employer des stratégies d'investissement et de développement qui leur feraient prendre un risque important par rapport à leur placement réalisé dans la société. Ainsi les visions des actionnaires et des dirigeants sont totalement différentes en ce qui concerne leur stratégie d'investissement.
- ⇒ La durée pendant laquelle le dirigeant et l'actionnaire seront impliqués diffère : les dirigeants ont été nommés à leur fonction pour une durée limitée dans le temps. En principe, cette durée n'excède pas 15 ans, surtout pour les hauts dirigeants où la durée

de leur fonction est plus restreinte. Au contraire, les actionnaires ont, quant à eux, une fonction dans la société à durée illimitée ; c'est sur cette base que sont évaluées leurs actions. Par conséquent, les dirigeants auront tendance à privilégier des stratégies à court terme au détriment des actionnaires.

⇒ L'existence d'un sentiment d'appartenance très fort, d'un lien humain entre le dirigeant et la société et non entre l'actionnaire et la société. La société dont font partie les dirigeants et le management peut aussi être un lieu de reconnaissance sociale et de création de liens sociaux importants. Aussi, ils peuvent être amenés à réaliser des actions dont le but ne sera pas forcément financier mais leur apportera une reconnaissance sociale importante et un certain prestige. Ces dernières ne sont évidemment pas dans les objectifs des actionnaires. Cette divergence d'intérêts entraînera une augmentation des coûts.

## 1.2 Conséquences de ces divergences

Les dirigeants ont deux possibilités de stratégies qui s'offrent à eux :

D'une part, ils doivent adopter une politique dans la direction de la société les rendant indispensables ou très difficiles à remplacer ; cette stratégie est qualifiée de stratégie d'*entrenchement*, c'est-à-dire d'enracinement<sup>9</sup>.

D'autre part, les dirigeants peuvent choisir des projets qui leur sont propres, c'est-à-dire que le contrôle de ces derniers échappe totalement au contrôle des actionnaires.

Ces deux stratégies permettent aux dirigeants de préserver leur place en se rendant indispensables. Cependant, la mise en place de ces deux stratégies a des répercussions sur le plan financier pour la société. Elles entraînent des coûts d'agence c'est-à-dire, des coûts liés

---

<sup>9</sup> La théorie de l'enracinement se définit comme étant le prolongement de la théorie de l'agence. Contrairement à la théorie de l'agence et des coûts de transaction, la théorie de l'enracinement permet de comprendre pourquoi les agents partiellement inefficients peuvent satisfaire un environnement supposé concurrentiel et accroître au fur et à mesure leur pouvoir, leur rémunération et leur sécurité d'emploi (Paquerot, 1996). Ainsi ces stratégies représentent l'ensemble des démarches mises en œuvre par les dirigeants pour modifier les éléments de leur environnement et accroître ainsi leur pouvoir sur différents agents de la firme.

aux stratégies mises en place par le management qui vont à l'encontre de la maximisation des investissements des actionnaires en leur faisant perdre des opportunités de création de richesse (Halpern et al., 1999). Comme nous l'avons laissé entendre, les stratégies menées par le management sont réalisées uniquement dans leur propre intérêt. Par conséquent, les actionnaires doivent avoir recours à des structures de surveillance dans le but de contrôler la gestion de la société par le management et d'aligner leur gestion avec les objectifs des actionnaires. Ces structures de surveillance mises en place se réalisent à travers des missions d'audit, la présentation régulière de la situation des comptes de l'entreprise et parfois le recours à des experts externes de la société. Elles entraînent donc un coût supplémentaire ajouté au coût d'opportunité<sup>10</sup>, c'est ce que l'on appelle les coûts d'agence.

Au final, on peut noter que trois facteurs, à savoir l'implication du management dans le capital, la concentration du contrôle et les raisons liées aux Free Cash Flow, sont trois atouts qui permettent le développement des opérations de Public to Private.

### 1.3 Implication du management dans le capital

L'un des enjeux des opérations de Public to Private est de réaligner l'intérêt du management avec celui des actionnaires, ce qui permettrait de réduire au maximum les coûts d'agence. C'est l'une des raisons très fréquemment citée qui incitent les sociétés à sortir de la bourse. En effet, selon Jensen et Meckling (1976), il est possible de résoudre ce problème de divergence d'intérêts lorsque les dirigeants possèdent une partie importante du capital de la société. Cette relation s'avère d'autant plus forte dès lors que la structure organisationnelle se présente sous la forme de MBO<sup>11</sup>, dans laquelle les managers sont impliqués dans le capital de la société. Dans une étude de 1989, Kaplan constate qu'il y a une augmentation de la participation du management dans le capital des sociétés qui font l'objet d'une opération de MBO. Cette augmentation s'élève à 4.41 % pour le président et le directeur général et à 9.96 % pour les autres dirigeants.

---

<sup>10</sup> Coûts supportés sans qu'ils impliquent nécessairement un débours en trésorerie et qui correspondent à une perte d'opportunité. Par exemple, l'obligation de laisser en dépôt une somme de 5000 euros pour ouvrir un compte dans une banque donnée a un coût d'opportunité puisque ces 5000 euros pourraient être placés sur le marché monétaire et rapporter un taux d'intérêt. Source : Vernimmen

<sup>11</sup> MBO : Management Buy Out

Par conséquent, la réunification des actionnaires (propriété) et des managers (contrôle) entraîne une meilleure structure organisationnelle qui incitent les managers à maximiser la valeur de la société (Weir et al. 2005). On peut en déduire que les gains des actionnaires sont corrélés de manière négative avec la participation au capital des managers de la société d'où l'hypothèse 2 :

Hypothèse 2 : Hypothèse de réalignement des intérêts :

H2 (a) : Les sociétés dont les intérêts des acteurs divergent tendent davantage à sortir de la cote.

H2 (b) : Les gains des actionnaires seront moins élevés au sein des Public to Private dès lors que les managers ont une part importante dans la société avant la transaction.

Nous synthétisons dans le tableau ci-dessous quelques études concernant le réalignement des intérêts :

Tableau n° 9 : Etudes portant sur l'hypothèse relative au réalignement des intérêts

Auteurs	Pays	Type de transactions	Résultats
Denis (1994)	USA	LBO et recapitalisation de sociétés	Les gains obtenus en LBO <sup>12</sup> sont plus importants que ceux obtenus dans les sociétés recapitalisées du fait du rôle important des investisseurs et surtout dû à la présence d'un fort contrôle au sein de la direction de la société.
Cotter et Peck (2001)	USA	LBO	Une surveillance active par un spécialiste dans les rachats de ce type de transaction renforce la motivation et la surveillance des gestionnaires par rapport à la dette. Les spécialistes de rachats qui contrôlent la majorité des capitaux après le rachat utilise moins de dettes pendant la transaction. De même, la prise en compte de spécialistes présents dans le conseil d'administration de la société permet aussi d'utiliser moins de dette.
<b>Cressy, Munari, Malipero (2007)</b>	<b>UK</b>	<b>MBO, MBI</b>	La spécialisation de la firme de PE <sup>13</sup> permet d'augmenter la rentabilité et la performance du PE pendant les trois premières années du rachat.

En effet, dans les littératures américaine et anglaise, les auteurs ne font pas la distinction entre LBO et Public to Private, c'est la raison pour laquelle l'emploi des deux termes est cité. De plus, comme le soulignent Lehn et Poulsen (1989) deux principaux termes sont employés de manière interchangeable pour décrire le statut d'une compagnie qui sort de la bourse : Public to Private (PtoP), LBO ou MBO. Ils identifient les deux principaux termes utilisés pour les rachats à effet de levier, c'est-à-dire les LBO car les transactions de type Public to Private sont fortement financées par de la dette et les transactions de type MBO qui sont dirigées par l'équipe managériale.

<sup>12</sup> Remarquons que pour tous les tableaux de cette étude, les termes LBO et PtoP sont employés conjointement.

<sup>13</sup> Private Equity



## 2. Concentration du contrôle

Le recours aux structures de contrôle s'avère primordial. Les études de Easterbrook et Fischel (1983), Grossman et Hart (1980) montrent pourquoi un actionnariat soit faible, soit dispersé, investirait moins dans les activités de surveillance (problème du *free-rider*). Par ce fait, nous déduisons que si les actionnaires possèdent une faible part du capital, ils sous-investiront dans les activités de contrôle. Les opérations de Public to Private se présentent comme étant la solution de réunification du contrôle et de la propriété : les fonds de capitaux propres sont concentrés, les investisseurs sont davantage motivés et ils ont accès à davantage d'informations pour investir dans le contrôle de gestion (Maug et Admati, 1998). Ainsi, les Public to Private permettraient de résoudre le problème de *free rider* grâce à la mise en place de système de contrôle.

Par conséquent, l'hypothèse de contrôle implique le fait que les gains obtenus par les actionnaires dans les opérations de PtoP résultent essentiellement du système de gestion imposé par le contrôle (le Bloc contrôle). Par conséquent, la forte présence d'actionnariat extérieur (hors de la société) pourrait nuire à la rémunération des actionnaires.

Hypothèse 3 : Hypothèse de contrôle :

H3 (a) : Les sociétés dont le capital est dispersé ont davantage tendance à sortir de la cote.

H3 (b) : Les gains des actionnaires d'un Public to Private sont corrélés de manière négative avec le degré de concentration du capital détenu par les actionnaires.

## 3. Théorie du Free Cash Flow et perspectives de croissance

Le Free Cash-Flow est défini par Jensen (1986) comme étant un « cash-flow en surplus par rapport à ce qui est nécessaire pour financer tous les projets qui ont une valeur actuelle nette positive ». D'après l'auteur, les managers sont tentés de garder toutes les ressources au lieu de les distribuer aux actionnaires afin de faire croître la société au-delà de sa taille optimale. Cette idée est en contradiction même avec les intérêts des actionnaires. Ceci s'avère d'autant plus vrai lorsque les sociétés produisent du cash.

Selon la théorie du Free Cash Flow (Jensen, 1986), les Public to Private regroupent les sociétés ayant un Free Cash Flow supérieur aux autres sociétés rachetées. Cette opération doit permettre de transmettre une fraction de ce Free Cash Flow aux actionnaires. Le remplacement des capitaux propres par de la dette, oblige le management à reverser les cash flows futurs plutôt qu'à les retenir pour ses propres intérêts. De même, l'augmentation de l'endettement implique un risque de défaut plus important, ce qui permet au management d'être plus motivé pour être efficace et de rendre la société plus performante afin d'éviter d'être dans une situation de défaut de paiement.

Par conséquent, la mise en place d'une opération de Public to Private implique un levier important (dû à l'emprunt), ce qui permet au management d'être motivé afin de générer le cash nécessaire pour rembourser la dette au lieu de l'utiliser à ses fins personnelles dans des projets à valeur actuelle nette négative. C'est exactement ce que Lowenstein (1985) soutient comme théorie sous le nom de la « théorie de la carotte et du bâton » : la carotte représente l'augmentation de parts que les managers détiennent ce qui leur permet de bénéficier de plus d'avantages. Le bâton apparaît lorsque les sociétés ont recours à un emprunt massif ce qui les force à réduire les avantages que s'octroyaient auparavant les managers dans le but de gérer la société de manière efficace en évitant la faillite (Cotter et Peck, 2001).

Lehn et Poulsen (1989), Singh (1990) soutiennent aussi l'hypothèse des Free Cash Flow et constatent que les sociétés en Public to Private ont un niveau de Free Cash Flow beaucoup plus important que les sociétés restées en cote.

Par ailleurs, une autre analyse a été réalisée concernant les perspectives de croissance des Public to Private. Selon Jensen (1986), les entreprises qui ont des perspectives de croissance faibles se présentent comme étant des candidates potentielles à se retirer de la cote car elles impliquent un management faible et des prises de décisions sous-optimales. Lehn et Poulsen (1989) confirment aussi le fait que les sociétés qui se retirent de la cote ont des perspectives de croissance faibles. Une autre variable mesurant les perspectives de croissance a été trouvée avec le ratio du Q de Tobin, qui mesure la relation entre la valeur de marché de la firme et le coût de remplacement de ses actifs. Une valeur faible de ce ratio indique des perspectives de croissance faibles et des coûts d'agence importants, tandis qu'une valeur assez importante indique des perspectives de croissance importantes et des coûts d'agence faibles.

Ces développements conduisent à présenter les hypothèses suivantes :

Hypothèse 4 : Hypothèse de Free Cash Flow :

H4 (a) : Les sociétés ayant de forts Free Cash Flow ont davantage tendance à sortir de la cote.

H4 (b) : Les gains des actionnaires dépendent positivement du niveau des Free Cash Flow avant la transaction.

Hypothèse 5 : Hypothèse de Perspectives de croissance :

H5 (a) : Les sociétés ayant de faibles perspectives de croissance ont davantage tendance à sortir de la cote.

H5 (b) : Les gains des actionnaires dépendent négativement du Q ratio de la société avant la transaction.

### C. Transfert de valeur des porteurs de dette vers les actionnaires

On dénombre trois manières de transférer la valeur entre les apporteurs de dette et les apporteurs de capitaux :

- ⇒ D'abord, à travers un investissement dans des projets plus risqués que ce qui avait été annoncé.
- ⇒ Ensuite par une augmentation des dividendes versés aux actionnaires.
- ⇒ Enfin par une levée de dette de même durée ou d'une durée plus élevée.

C'est la dernière solution qui est retenue pour les opérations de Public to Private et qui peut impliquer un transfert important de valeur des apporteurs de dette aux actionnaires. Néanmoins, celui-ci peut être neutralisé par des bénéfices liés à l'opération de Public to Private. Les apporteurs de dette pourront bénéficier d'un transfert de valeur de la part d'autres acteurs qui ont eux aussi des intérêts liés à la société et auront une réduction de la valeur de leurs intérêts suite à l'opération. C'est le cas des employés qui profitent des plans de retraites ou des plans de *stocks options* et qui risquent de voir leurs conditions changer. Cela peut aussi être le cas des collectivités locales qui seront privées de revenus fiscaux.

Par ailleurs, comme nous l'avons signalé dans le paragraphe précédent, le ratio d'endettement étant très important, il aura un effet moteur pour le management. Il permettra l'optimisation de la gestion des managers en terme de performance de la société dans le but de faire face au risque de défaut de paiement, d'où la création de cash-flow. Selon la théorie du signal (Ross, 1973), un MBO qui implique financièrement le management dans l'opération de rachat de la société envoie un signal positif au marché en ce qui concerne sa capacité à rembourser ses dettes. Des études américaines ont montré que les détenteurs d'obligations ne faisant pas l'objet de clauses de protection, perdent une partie de la valeur de leur investissement.

#### D. Transfert de valeur des employés vers les actionnaires

On peut aussi s'intéresser au transfert de valeur des employés vers les actionnaires. C'est un élément très important à prendre en considération, notamment sur la prise de décision de réaliser une opération de Public to Private. Marais (1989) soutient l'idée selon laquelle la perte de valeur des intérêts des salariés dans la société, après sa reprise par de nouveaux actionnaires, peut mettre en cause les accords implicites entre la société et les salariés : c'est un facteur déterminant dans les Public to Private. Les nouveaux actionnaires ont comme objectif d'augmenter les cash flows de la société. La contrepartie serait une réduction des salaires des employés et/ou la réduction du nombre de salariés. Ces mesures ont une valeur actuelle nette qui doit apparaître dans la prime offerte ainsi que l'évolution du cours de l'action après l'annonce du Public to Private. Remarquons que ce transfert aura davantage lieu dans les pays anglo-saxons que dans les pays européens, car les lois sociales y sont beaucoup moins protectrices et avantageuses envers les salariés.

#### E. L'économie des coûts de cotation

Les coûts liés au maintien de la cotation de la société sont élevés. DeAngelo et al. (1984) montrent que les coûts de transactions sur un marché boursier sont très importants. Aux États-Unis, on peut les estimer entre 30 000 et 200 000 dollars selon la taille de la société et selon le type de marché où les sociétés sont cotées. Ils intègrent tous les coûts liés au statut de la société cotée, aux frais de dossier, aux frais administratifs et à des frais divers. A titre d'exemple, si on prend un coût estimé à 100 000 dollars et si on intègre ce résultat dans le calcul de la valeur de la société, en utilisant un taux d'actualisation de 10% sur une période infinie, lorsque la société sort de la cotation, sa valeur augmente d'un million de dollars. On

peut donner une autre illustration en prenant le cas d'une société britannique qui a une capitalisation boursière de 100 millions de livres sterling ; il lui faut 43 700 livres sterling pour être admise sur le London Stock Exchange en 2003 avec des frais annuels de 6 280 livres sterling pour le maintien de son enregistrement. Ces coûts peuvent varier selon la taille de la société, le marché de cotation et tous les frais annexes (frais administratifs d'enregistrement, honoraires des avocats, courtiers, reporting...). Ils peuvent s'élever jusqu'à 250 000 livres sterling.

Hypothèse 6 : Hypothèse des coûts de cotation :

H6 (a) : Cette hypothèse n'est pas testée pour le cas de l'analyse univariée et de la régression logistique binaire. Ceci sera justifié dans le chapitre 4.

H6 (b) : Les gains des actionnaires sont négativement liés avec l'économie de coût de cotation dû à la sortie de la cote boursière.

#### F. Protection anti-rachat

Une autre raison qui peut entraîner le lancement d'une opération de Public to Private est la peur d'être racheté. Lowenstein (1985) remarque que pour plusieurs sociétés qui se retirent de la cote sous forme d'un MBO, le retrait constitue une stratégie de défense finale contre une offre hostile d'actionnaires ou contre des appels d'offre. De peur de perdre leur emploi face à une prise de contrôle hostile, les managers préfèrent sortir de la cote boursière. De plus, lorsque les managers ont une part très importante dans le capital des sociétés, il est peu probable qu'elles soient rachetées par des tiers (Jensen et Ruback, 1983). Cependant, maintenir le contrôle de la société peut entraîner les managers à se retrouver dans une situation difficile, car ils ont investi toute leur fortune personnelle dans la société (Halpern et al. 1999, Hubbard et Palia, 1995). De nombreuses études ont analysé ce cas. On peut en citer quelques-unes :

- ⇒ Au Royaume-Uni, Kennedy et Limmack (1996) observent que 40.14% des sociétés rachetées sous forme de rachats classiques, ont remplacé leur directeur général dans la première année qui a suivi le rachat et que 25.7% l'ont fait au cours de la seconde année.

- ⇒ Au Royaume-Uni, une étude réalisée par Dahya et Powell (1998) estime que 35.24% des équipes dirigeantes quittent la société dès la première année qui suit l'opération et 25.8% le font au cours de la seconde année.
- ⇒ Aux Etats-Unis, Martin et McConnel (1991) observent que 41.9 % des équipes dirigeantes quittent leur emploi dès la première année qui suit l'opération.

Par conséquent, un MBO protège les dirigeants de ce phénomène. Le management prenant une part importante du capital de la société se couvre contre toute possibilité de rachat hostile. Cette hypothèse de protection contre un rachat hostile suggère que les primes reflètent le fait que l'équipe de gestion peut avoir l'intention de racheter les parts des autres actionnaires en vue de se protéger contre une OPA<sup>14</sup> non sollicitée.

Hypothèse 7 : Hypothèse de protection anti-rachat :

H7 (a) : Les sociétés ayant fait l'objet d'une prise de contrôle partielle ont davantage tendance à se retirer de la cote.

H7 (b) : Les gains des actionnaires sont positivement liés avec la pression du marché liée à une prise de contrôle de la société.

#### G. La sous-évaluation

Par définition, le marché est considéré comme efficient, donc il valorise les sociétés en fonction de l'information publique. Néanmoins, il peut arriver qu'il y ait une asymétrie informationnelle entre le management et les actionnaires. En effet, le management peut avoir accès à davantage d'informations considérées comme information privée. Il aura donc une meilleure appréciation et évaluation des rendements futurs de la société et réalisera par conséquent que le cours de l'action est sous-évalué par rapport au réel potentiel de la société. Cependant, ce problème est exacerbé lorsque les sociétés cotées, essentiellement celles de petite taille, ont des problèmes pour financer leur investissement en vue d'une expansion. De même, il est aussi très difficile pour elles de susciter l'intérêt des actionnaires institutionnels

<sup>14</sup> OPA : Offre Publique d'Achat

et des gestionnaires de fonds. Par conséquent, le manque d'intérêt pour ces dernières font qu'elles deviennent moins liquides et sont susceptibles de voir leur valeur diminuer et d'être obligées de se retirer de la cote. De plus, les sociétés de petite taille, qui ont une faible liquidité, auront des problèmes pour la transmission d'informations sur le marché, ce qui entraîne un prix de l'action qui peut ne pas refléter sa juste valeur. De même, il se peut que dans une opération de MBO, le management ait recours à des techniques financières et comptables faisant baisser le cours de l'action avant l'annonce de l'opération (Lowenstein, 1985 ; Schadler et Karns, 1990). Ils utilisent ainsi l'information interne à leur avantage. Harlow et Howe (1993), Kaestner et Liu (1996) montrent que les MBO sont précédés d'un achat d'actions supérieur à la normale par le management. Goh et al. (2002) affirment aussi une manipulation des primes avant le rachat de la part des managers, ce qui prouve l'information privée qu'ils détiennent. Ainsi, les CAAR supérieures observées lors de l'annonce d'un Public to Private peuvent refléter le fait que le marché intègre l'information que la société serait en mesure de trouver.

Pour mesurer la sous-évaluation, nous utilisons le ratio du PER (Price Earning Ratio) qui est considéré comme une variable de croissance boursière. Selon Maupin (1987) les firmes qui se retirent de la cote ont des Price Earning Ratio faibles. Le PER se définit comme étant le rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action.

Par ailleurs, pour les investisseurs, l'augmentation substantielle de la liquidité intégrée dans les actions de la société est un facteur déterminant pour les sociétés cotées (Amihud et Mendelson, 1988). Inversement, les sociétés cotées avec des parts de marché faibles auront de faibles liquidités et auront des problèmes financiers pour rester cotées. Elles seront considérées comme principales cibles à sortir de la cote si elles n'ont pas d'autres moyens de financement. Par conséquent, les firmes cotées en bourse qui ont des perspectives financières faibles et des liquidités faibles auront une forte probabilité à sortir de la cote. Ceci s'explique par le fait que ces sociétés ont en général des problèmes d'asymétrie informationnelle sévères et ne retireraient aucun avantage à rester en bourse (Mehran, Peristiani, 2006).

D'où l'hypothèse 8 :

Hypothèse 7 : Hypothèse de sous-évaluation :

H8 (a) : Les sociétés sous évaluées ou faiblement liquides ont davantage tendance à se retirer de la cote.

H8 (b) : Les gains des actionnaires sont d'autant plus élevés que les sociétés sont sous-évaluées et faiblement liquides.



## II. Méthodologie

### A. Phase Motivation

Cette première phase que nous étudierons dans le chapitre suivant, nous permettra de déterminer les motivations qui incitent les sociétés à sortir de la bourse. Pour cela, nous construisons un échantillon de contrôle qui sera constitué de sociétés cotées. Ceci nous permettra de dégager les principales raisons qui font que ces sociétés se retirent de la cote boursière. La méthodologie sera précisée dans le chapitre 4 relatif à l'analyse de la *phase Motivation*. Pour réaliser cette étude, nous aurons recours à deux méthodes qui sont les suivantes :

- ⇒ Analyse univariée : elle nous permet de réaliser une comparaison entre chaque variable que nous aurons préalablement définie et justifiée et de constater si la différence obtenue entre l'échantillon des Public to Private et l'échantillon de contrôle est significative ou non.
- ⇒ Analyse logistique : elle nous permet de prendre en compte l'interaction des différentes variables retenues.

### B. Phase Estimation

Cette phase permet d'estimer la richesse des actionnaires. Pour cela deux méthodes ont été utilisées, d'une part la méthode de l'étude d'évènement et d'autre part l'étude de la prime.

#### 1. La méthode de l'étude d'évènement

Les études d'évènements, comme le souligne Gillet (2006) n'ont pas uniquement pour vocation d'étudier l'efficience des marchés financiers. Elles permettent aussi de mesurer la réaction des marchés face à un évènement déterminé pour connaître l'importance de l'information. Cette méthode est couramment utilisée par les chercheurs notamment dans le domaine de la gouvernance d'entreprise pour étudier les changements de politique

d'investissements des firmes, les prises de contrôle, l'introduction en bourse, la réorganisation de la structure de l'actionnariat, l'analyse de la richesse des actionnaires...

Dans le cadre de notre étude relative à l'impact des Public to Private sur la richesse des actionnaires, l'utilisation de la méthode de l'étude d'évènement se justifie de la manière suivante :

- ⇒ Elle nous permet de calculer les rentabilités anormales des cibles et des acquéreurs, c'est ce que l'on appelle rentabilité anormale moyenne cumulée ou CAAR. Cette variable nous sera utile pour étudier la *phase Impact*, c'est-à-dire l'analyse de l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires, elle sera notre variable dépendante.
- ⇒ Les résultats obtenus nous permettront d'analyser l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. De même, ils nous donnent la possibilité de les tester en termes de significativité à l'aide de tests spécifiques.
- ⇒ Un des avantages de l'étude d'évènement tient au fait qu'elle prend en considération les cours boursiers pour apprécier l'impact de l'évènement ce qui limite les manipulations liées aux données comptables. En effet, selon la forme semi-forte de la théorie de l'efficience des marchés financiers, toute information concernant une entreprise cotée, ou susceptible d'affecter sa valeur, est intégrée dans les cours à l'instant même où cette information est rendue publique. Ceci suppose que les réactions de tous les investisseurs à cette information sont instantanées.
- ⇒ C'est une méthode qui est employée par de nombreux auteurs étudiant l'impact de la richesse des actionnaires sur les opérations de *going private*.

## 2. L'étude de la prime

Cette méthode permet de mesurer les effets de richesse de la prime offerte aux actionnaires. La prime se définit comme étant la richesse obtenue par les actionnaires. Elle est obtenue en prenant le logarithme du prix final offert par la partie acquéreuse divisé par le cours de la société avant la première annonce. Par conséquent la prime se définit de la manière suivante :

$$\text{Prime} = \text{Ln}\left(\frac{PF}{C}\right)$$

PF = prix final offert par la partie acquéreuse

C = cours de la société avant la première annonce

L'utilisation de la prime dans le cadre de nos recherches se justifie de la manière suivante :

- ⇒ L'analyse conjointe avec celle de l'étude d'évènement permet d'augmenter la significativité des résultats obtenus par les tests économétriques.
- ⇒ Elle intègre toutes les informations pertinentes et ne subit pas de problème lié à la rentabilité anormale comme c'est le cas avec la méthode de l'étude de l'évènement.
- ⇒ C'est un calcul simple et interprétation immédiate des résultats obtenus.

### C. Phase Impact

La *phase Impact* permet de comprendre quel est l'impact des transactions de type Public to Private sur la richesse des actionnaires. Pour cela huit hypothèses (Renneboog, Simons et Wright, 2006 ; Weir, Laing, Burrows et Wright, 2005a) ont été sélectionnées, chacune a été opérationnalisée par des variables permettant de les mesurer. Ainsi une régression multiple a été retenue afin de réaliser cette étude.

Le recours à la régression multiple pour notre étude a été retenu pour différentes raisons :

- ⇒ Elle permet de démontrer l'influence des variables indépendantes (celles liées à l'étude des huit hypothèses) avec la variable dépendante.
- ⇒ Deux analyses de régression multiples sont étudiées, une avec la rentabilité anormale moyenne cumulée comme variable dépendante et une avec la prime.

### III. Echantillon

Dans cette section, nous présentons l'échantillon de notre étude. Pour cela, nous exposons d'abord comment nous avons obtenu les données, la manière dont nous les avons traitées et enfin les différents traits qui caractérisent l'échantillon de Public to Private obtenu.

#### A. Source des données

Les opérations de Public to Private, comme leur nom l'indique, représentent toutes les sociétés qui sortent de la cote boursière. Pour cela, nous avons choisi la base de données Thomson One Banker, qui recense l'ensemble des *going private*. Trois zones géographiques ont été sélectionnées : les Etats-Unis, l'Europe (Allemagne, Espagne, France, Pays-Bas, Italie, Royaume-Uni et Suède) et l'Asie (Nord, Centre, Sud). L'ensemble de ces zones géographiques recouvrent 82%<sup>15</sup> de la population mondiale de Public to Private de 2000 à 2007. Ainsi, l'échantillon recouvre pratiquement tous les Public to Private.

Le choix d'un échantillon international se justifie par plusieurs raisons :

- ⇒ Les études précédemment réalisées ont porté sur des zones géographiques particulières, à caractère national tels que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. Par ailleurs, une étude récente a été réalisée par Geranio, Zanotti (2007) où plusieurs pays européens ont été comparés. Notre étude présente l'avantage de comparer différents pays au niveau mondial, que ce soit les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie.
- ⇒ L'Asie est une zone géographique en plein essor des PtoP comme nous avons pu le constater dans le premier chapitre de notre étude. Elle n'a jamais encore été étudiée.
- ⇒ La plupart des études sont réalisées à une échelle nationale.
- ⇒ L'analyse est récente, elle couvre la période 2000-2007.

Notons que sept pays européens ont été retenus, ce sont les principaux acteurs de ces opérations. Concernant l'étude empirique qui sera présentée dans les chapitres suivants, nous ferons volontairement une scission entre les pays européens. En effet, nous séparerons le Royaume-Uni des autres pays. Ce choix s'explique par le fait que le Royaume-Uni a été le

---

<sup>15</sup> Source : Thomson One Banker

pays pionnier en Europe à développer ces opérations. Il concentre une forte proportion de Public to Private. Nous le constaterons par la suite (graphique n°8) lorsque nous présenterons de manière plus précise l'échantillon, où sa part représente 26% dans l'échantillon contre 21% pour les six autres pays européens. Ainsi, le retrait volontaire du Royaume-Uni de l'échantillon européen évite un biais, celui de la sur-représentativité. Les résultats n'auraient pas eu la même significativité. Nous traiterons le Royaume-Uni comme une zone géographique à elle-seule.

L'horizon temporel retenu est récent, il recouvre la période allant de Janvier 2000 jusqu'à Janvier 2007. La plupart des études ont été réalisées dans les années 90.

Pour élaborer notre échantillon, nous avons eu recours à plusieurs sources de données : Thomson One Banker, Factiva, Osiris et Datastream. Comme aucune base de données existante ne fournit toutes les informations nécessaires pour notre analyse, nous avons dû recourir à différentes sources d'informations dans l'objectif d'une part, de recenser toutes les opérations de Public to Private de 2000 à 2007 et d'autre part, de vérifier les observations obtenues. Nous présentons dans le paragraphe suivant comment le traitement des données a été réalisé.

## B. Traitement des données

Comme nous l'avons précisé, Thomson One Banker nous a permis de recenser tous les *going private* sur la période retenue et sur les zones géographiques sélectionnées. Environ 1000 sociétés avaient été trouvées. Cependant, tous les *going private* ne sont pas des opérations de Public to Private<sup>16</sup>, c'est pourquoi nous avons traité chaque société pour les identifier, pour savoir d'une part, si elle n'est plus présente sur la cote boursière et d'autre part, si elle n'a pas changé de nom. Pour cela, nous avons utilisé la base de données Factiva, ainsi que les différents journaux et sites des sociétés. Le deuxième dépouillement des sources disponibles nous a donné un nombre de 550 sociétés.

Cependant en tenant compte de nos objectifs de recherche, nous ne retenons que les opérations satisfaisant les conditions suivantes :

---

<sup>16</sup> Parmi les *going private*, on peut avoir des cessions de filiales, des opérations de Public to Private, des rachats de sociétés (les *buyouts*) et aussi des seconds rachats (les *secondary buyouts*).

- ⇒ Les opérations de Public to Private doivent être initiées par une entreprise visant une société de même nationalité. Ceci s'avère important en termes de comparaison de gains monétaires.
- ⇒ Les opérations doivent être réalisées, effectives, dans le sens où elles doivent être un succès. Cette condition nous permet de mesurer les gains effectifs des actionnaires et d'apprécier la performance de ces sociétés.
- ⇒ Les cours de bourse du titre des sociétés doivent être disponibles sur la base Datastream.

Ensuite, quatre autres étapes ont été effectuées. Comme Thomson One Banker ne fournit pas assez de données financières et gouvernementales, nous avons exploité la base Osiris, qui recueille l'ensemble des données issues des rapports annuels des sociétés non cotées. Elle provient de la base de données Bureau Van Dijk. Cette base permet de trouver de nombreux indicateurs financiers et de gouvernance. Les 550 sociétés ont été de nouveau recherchées dans cette base. Pour certaines, nous avons eu soit des informations manquantes, soit aucune information exploitable. Au final, 413 sociétés ont été retenues.

Dans le but de s'assurer que toutes les sociétés retenues étaient des opérations de Public to Private, une seconde analyse à l'aide de Factiva a été réalisée. Les 413 sociétés retenues précédemment l'ont été. Une dernière étape consiste à recueillir l'ensemble des cours boursiers de ces sociétés. Ceci s'avère nécessaire, dans la mesure où dans la *phase Impact* de notre étude, nous calculons la rentabilité anormale moyenne cumulée des 413 sociétés. Pour cela, nous avons obtenu les dates d'annonce de sortie de cote des sociétés sur la base de données Thomson One Banker. Nous avons pu ainsi utiliser la base Datastream pour recueillir les données concernant les cours de bourse des entreprises concernées et le cours des différents indices qui nous permettra de calculer la rentabilité de référence.

Cette diversité des sources d'information nous a obligés à être très vigilants quant à la vérification de l'exactitude des données obtenues pour notre étude.

Pour résumer, cinq étapes ont été nécessaires pour réaliser l'échantillon :

- ⇒ 1<sup>ère</sup> étape : Collecte des données sur Thomson One Banker des *going private* de 2000 à 2007 pour les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie. Environ 1000 firmes ont été sélectionnées.
- ⇒ 2<sup>ème</sup> étape : Vérification de chaque société sur la base de données Factiva, sur des journaux tels que les Echos, la Tribune et sur les sites de sociétés et selon nos différents critères de sélection. 550 sociétés ont été retenues.
- ⇒ 3<sup>ème</sup> étape : Recherche des données financières et gouvernementales sur Osiris. 413 sociétés ont été retenues.
- ⇒ 4<sup>ème</sup> étape : Vérification sur la base de données Factiva du dernier échantillon retenu. Ce sont ces 413 sociétés qui feront partie de notre échantillon.
- ⇒ 5<sup>ème</sup> étape : Collecte des cours boursiers sur la base Datastream et des indices boursiers.

Notons que le même échantillon a été retenu pour les trois phases étudiées.

### C. Caractéristiques des données

Dans ce paragraphe, nous étudions de manière plus précise, sous un angle statistique, la composition de notre échantillon. Pour cela, plusieurs angles d'approche ont été retenus : les parts représentatives de chaque échantillon, la composition industrielle, les informations sur les sociétés, la composition de l'actionnariat des sociétés et quelques statistiques descriptives.

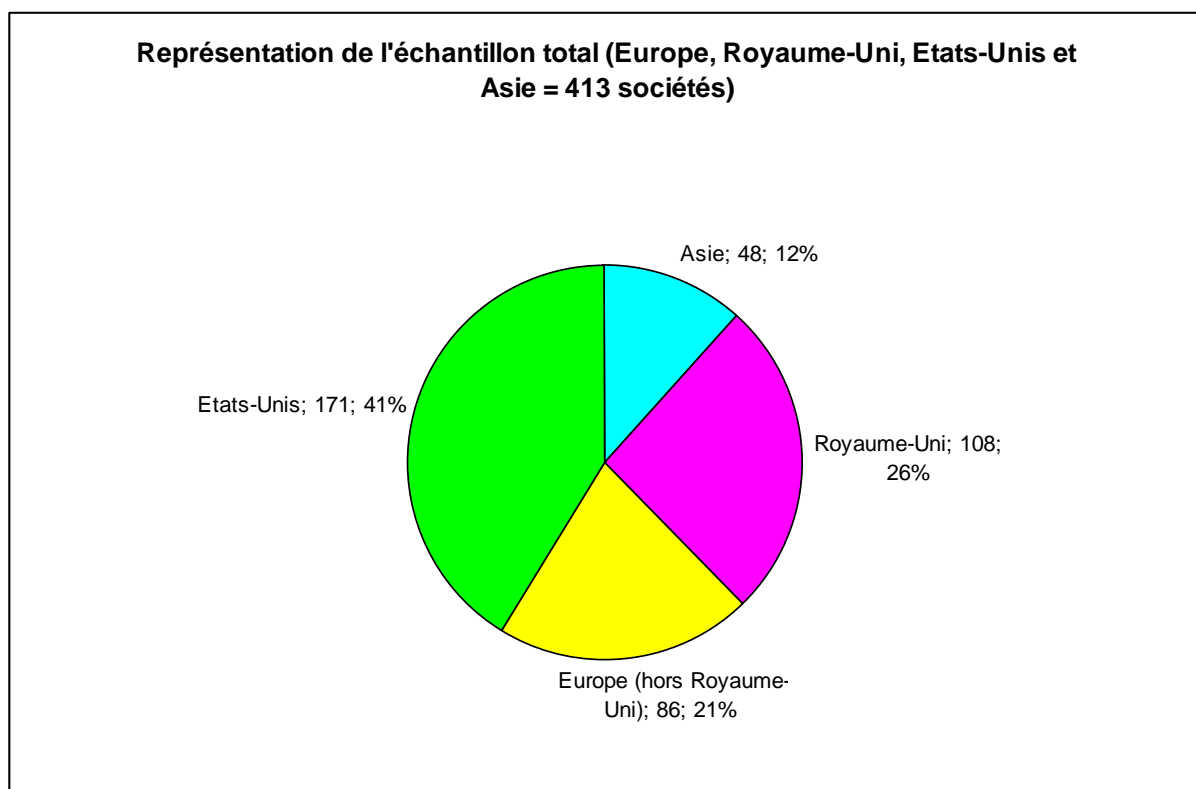
#### 1. Composition de l'échantillon

Comme nous l'avons précisé précédemment, notre travail porte sur trois, voire quatre zones géographiques : les Etats-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et l'Asie. Sans surprise, nous constatons que les Etats-Unis détiennent le plus grand nombre de Public to Private. En effet, c'est la zone pionnière au niveau mondial, qui recense à l'heure actuelle la plus grande activité. Ils représentent à eux seuls 41 %. Deuxième zone géographique que l'on considère à elle seule comme une zone géographique même si elle ne représente qu'un seul pays, c'est le Royaume-Uni. En effet, c'est le pays pionnier en Europe. Très souvent, on oppose l'Europe au Royaume-Uni, qui est davantage qualifié d'anglo-saxon que d'européen. Ce pays, qui est

ici considéré dans notre échantillon comme une zone géographique, représente à lui seul 26%. Ce choix s'explique d'autant plus que l'Europe (hors Royaume-Uni) comprend six pays : l'Allemagne, l'Espagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, et la Suède (les principaux pays et les plus influents) et qu'elle ne représente que 21 % de l'échantillon total. L'éviction du Royaume-Uni de l'Europe nous permet de réellement constater les principales caractéristiques de chacun sans avoir eu d'influence ou de biais occasionné.

Nous représentons l'échantillon total de la manière suivante :

Graphique n° 8 : Echantillon de Public to Private de 2000 à 2007

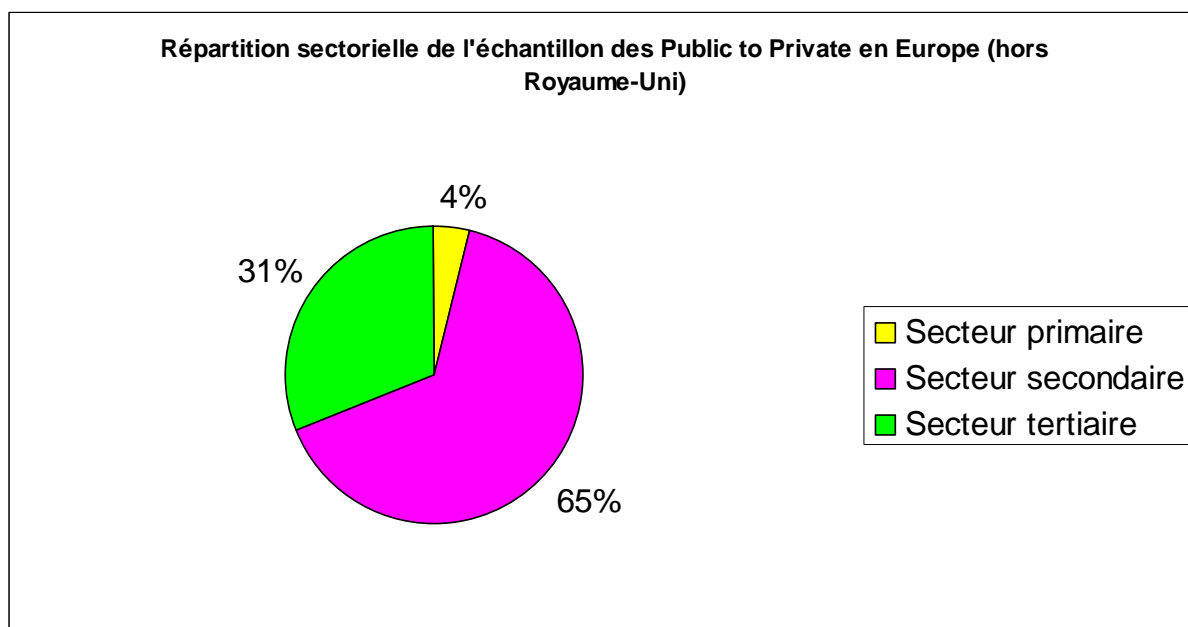




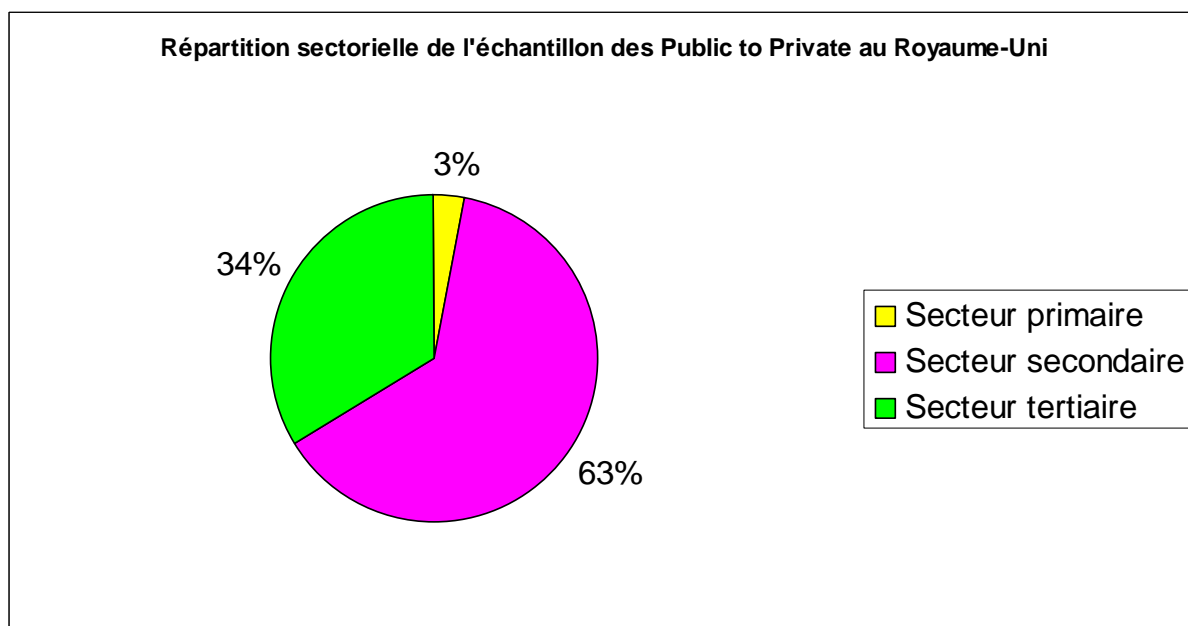
## 2. Composition sectorielle

L'échantillon retenu étant assez important toutefois nous effectuons une étude sur sa composition industrielle. Pour cela, les graphiques suivants (graphiques n°9 à 11) exposent la répartition des sociétés qui ont fait l'objet d'un retrait de la cote entre 2000 et 2007 selon les secteurs d'activités (d'après la définition de l'INSEE) et selon les zones géographiques étudiées.

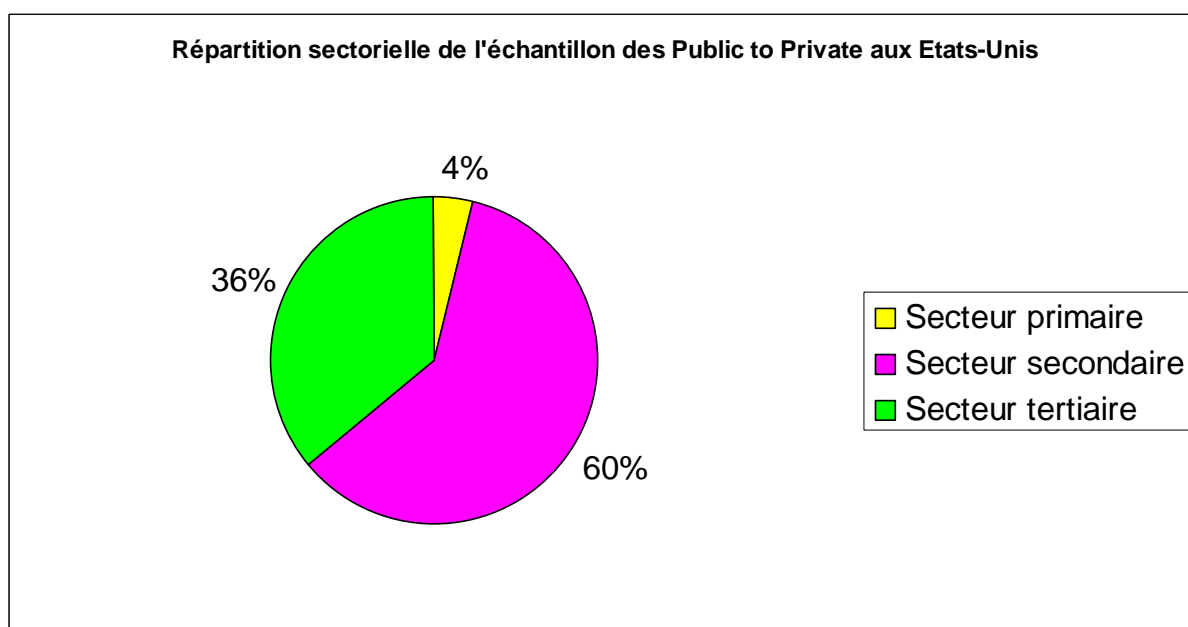
Graphique n° 9: Représentation des secteurs d'activité dans l'échantillon de Public to Private en Europe en Europe



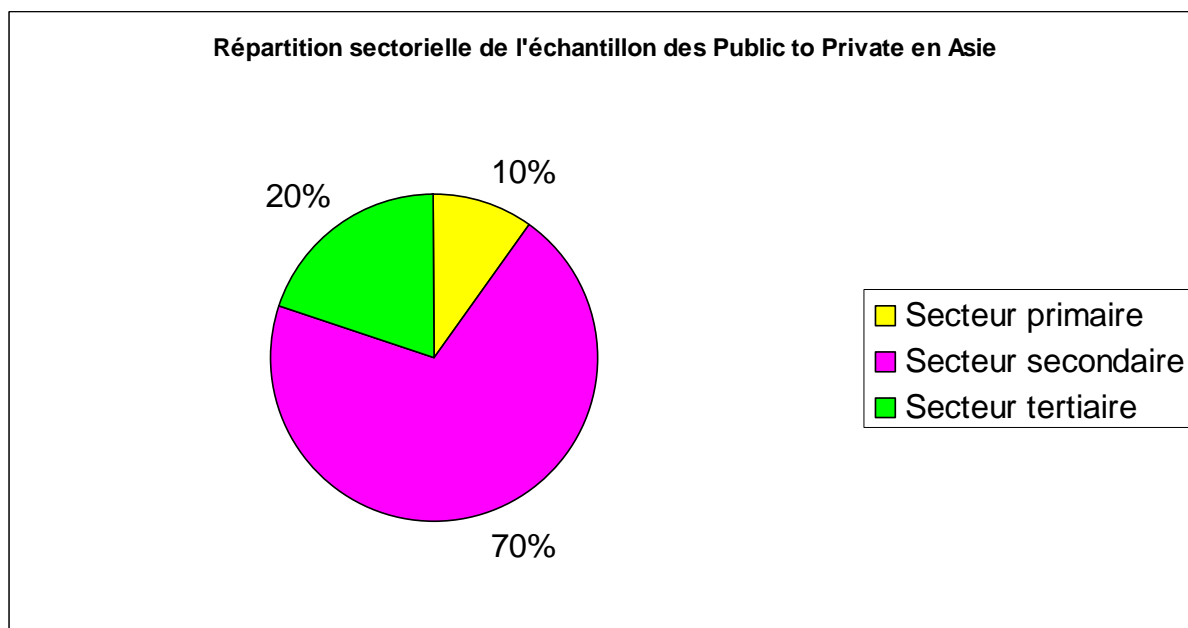
Graphique n° 10: Représentation des secteurs d'activité dans l'échantillon de Public to Private au Royaume-Uni



Graphique n° 11: Représentation des secteurs d'activité dans l'échantillon de Public to Private aux Etats-Unis



Graphique n° 12: Représentation des secteurs d'activité dans l'échantillon de Public to Private en Asie



La répartition sectorielle des Public to Private nous montre que la majorité des observations se trouvent dans le secteur industriel. En effet, environ 65 % de l'échantillon en Europe sont des entreprises industrielles, ce résultat est de 60 % pour les Etats-Unis, de 63 % pour le Royaume-Uni et de 70 % pour l'Asie. Toutefois le secteur tertiaire représente aussi un poids important.

D'un point de vue général, les quatre zones géographiques de notre échantillon comprennent plus de 60 % de sociétés industrielles.

Notons également que les Public to Private de l'échantillon européen sont essentiellement représentées par des Petites et Moyennes Entreprises (PME). Nous pouvons justifier cet aspect par le fait que les mœurs européennes préfèrent de petites structures dont celui des Petites et Moyennes Entreprises qui détiennent entre 1 et 499 salariés. En effet, certaines lois mises en place sont en faveur de la création de petites sociétés. Par exemple, la France facilite la création de micro-entreprise. Le maillon de ces sociétés en Europe représente un fort poids dans le dynamisme du secteur industriel. Les chiffres suivants parlent d'eux-mêmes : sur

2 651 500 entreprises en France au 31 Décembre 2006<sup>17</sup>, seulement 2000 sont considérées comme grandes entreprises (le nombre de salariés est supérieur à 500).

On peut faire le même constat pour les autres pays européens. Nous avons recueilli quelques exemples :

- **L'Allemagne** : son tissu industriel de Petites et Moyennes Entreprises constitue un véritable moteur de croissance, à la fois créateur de valeur et riche en emplois. Elles emploient près de 3 400 000 salariés et réalisent un chiffre d'affaires très important. Ces PME industrielles sont essentiellement des entreprises familiales, elles entretiennent des relations partenariales avec les banques qui les soutiennent activement et sont très ouvertes à l'international.
- **L'Italie** : les PME en Italie représentent le poumon de l'économie italienne, c'est une force de frappe très importante tant en quantité par le nombre de ses salariés que par son chiffre d'affaires. Elles occupent 78% des salariés de l'industrie. Cette suprématie des PME italiennes provient essentiellement des petites unités de moins de 10 salariés.
- **L'Espagne** : c'est un pays qui comporte à peu près la même proportion de PME que le reste de l'Europe. En effet, il y a 2 518 801 sociétés en Espagne, plus de la moitié sont des sociétés qui n'emploient aucun salarié et 95.24 % ont moins de 10 salariés.

Le tableau suivant montre les différentes parts représentatives des sociétés suivant le nombre de salariés. On remarque que les sociétés de plus de 250 salariés ont une part extrêmement faible dans le tissu industriel espagnol.

Tableau n° 10: Répartition des salariés dans les entreprises en Espagne

**Proportion des entreprises espagnoles selon le nombre de salariés employés**

<i>Nombre de salariés</i>	<i>Nombre d'entreprises</i>	<i>%</i>
0	1 388 116	55,11
de 1 à 9	985 619	39,13
de 10 à 49	125 062	4,97
de 50 à 249	17 178	0,68
plus de 250	2 826	0,11

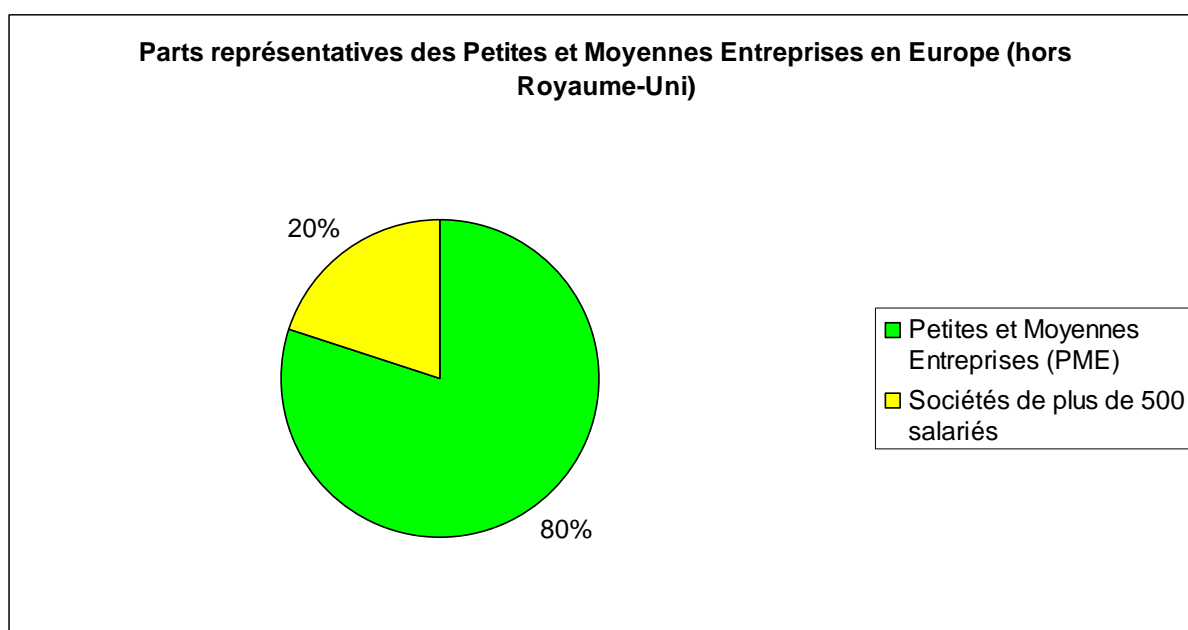
Source : OCDE

<sup>17</sup> Source : INSEE-UNEDIC

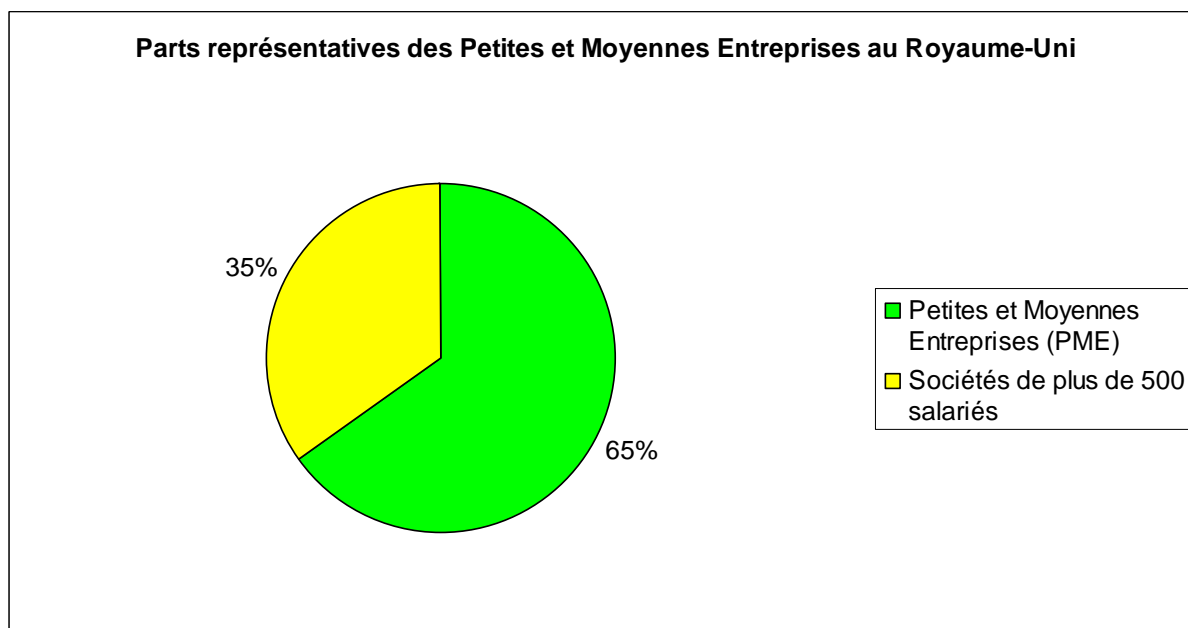
Contrairement aux six pays européens étudiés, le Royaume-Uni fait encore bande à part. Nous le constatons grâce aux statistiques de l'échantillon. En effet, à l'inverse des autres pays européens, le Royaume-Uni n'a jamais misé sur les PME. La tradition familiale ne joue pas un rôle d'ancrage, le capital des entreprises est dispersé. Le Royaume-Uni compte neuf fois moins de PME qu'en Italie et cinq fois moins qu'en France. Cette sous-représentativité s'explique par la désindustrialisation du pays depuis les années 70.

Nous représentons à l'aide des graphiques suivants, les parts représentatives des Petites et Moyennes Entreprises (PME) au sein de chaque zone géographique :

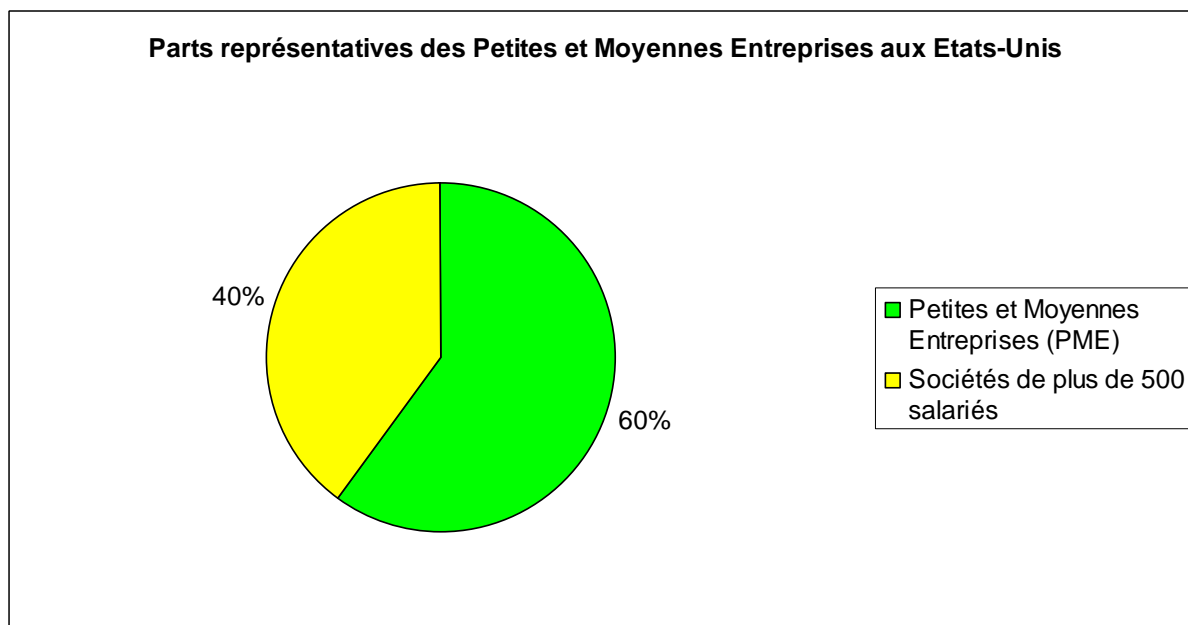
Graphique n°13 : Parts représentatives des Petites et Moyennes Entreprises en Europe (hors Royaume-Uni) au sein de l'échantillon de Public to Private



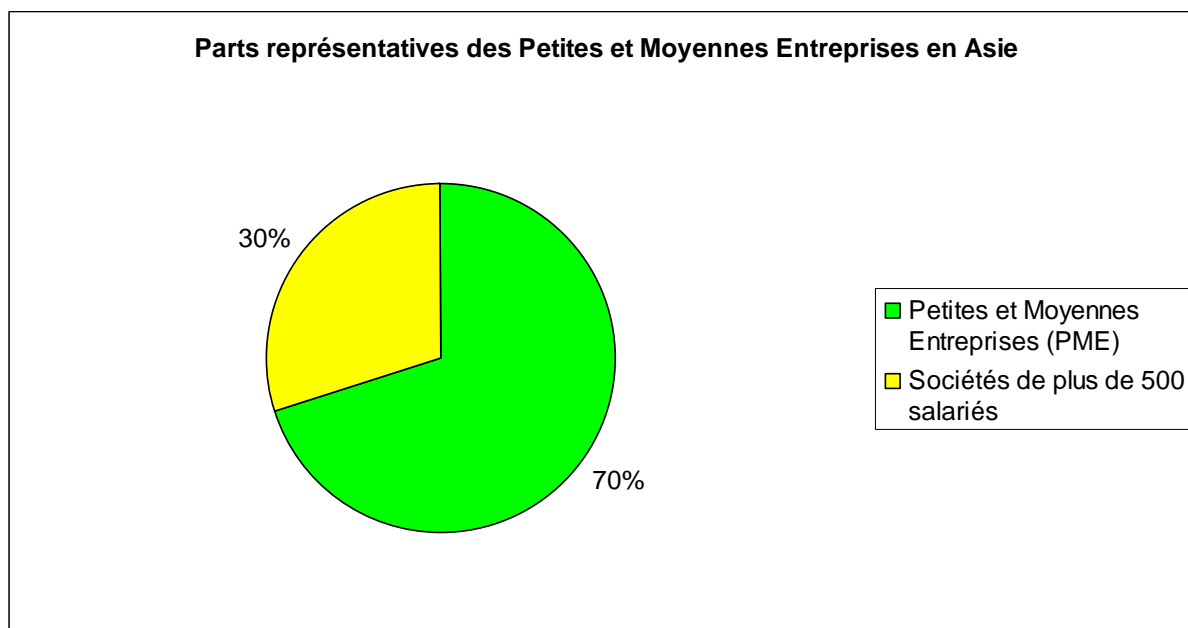
Graphique n°14 : Parts représentatives des Petites et Moyennes Entreprises au Royaume-Uni au sein de l'échantillon de Public to Private



Graphique n°15 : Parts représentatives des Petites et Moyennes Entreprises aux Etats-Unis au sein de l'échantillon de Public to Private



Graphique n°16 : Parts représentatives des Petites et Moyennes Entreprises en Asie au sein de l'échantillon de Public to Private



### 3. Composition de l'actionnariat

Nous avons décomposé l'actionnariat selon douze catégories :

- ⇒ Banques.
- ⇒ Compagnies Financières.
- ⇒ Compagnies d'assurance.
- ⇒ Compagnies industrielles.
- ⇒ Fonds de pension.
- ⇒ Fondation ou Institut de recherche.
- ⇒ Autorités publiques ou gouvernementales.
- ⇒ Familiale.
- ⇒ Employées/ Managers/ Directeurs.
- ⇒ Private Equity.
- ⇒ Autres types d'actionnaires.
- ⇒ Autres types d'actionnaires privés.

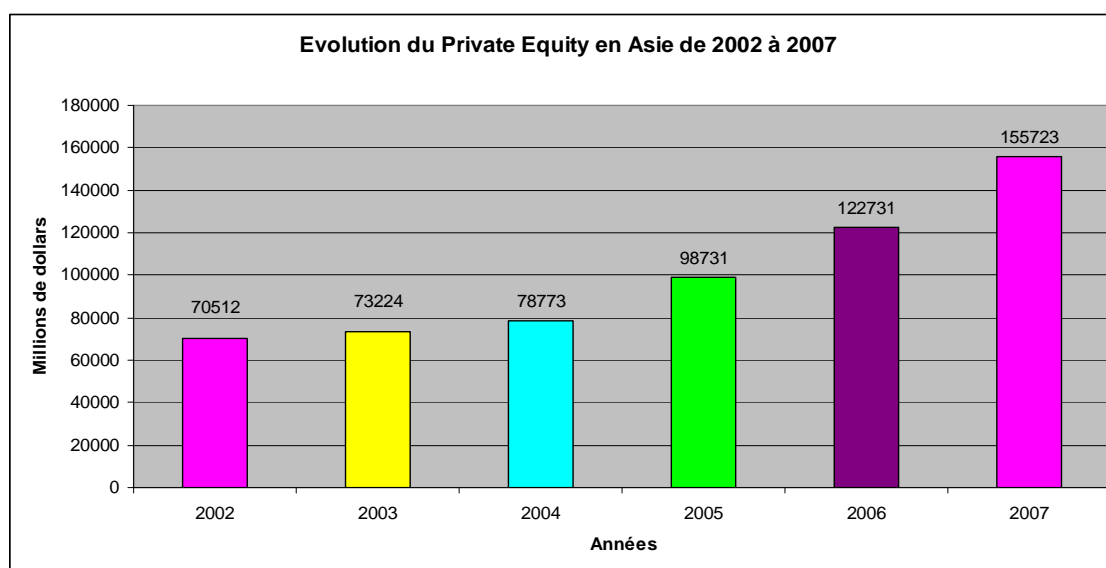
Le tableau suivant illustre la répartition des différentes catégories de l'actionnariat.

Tableau n° 11 : Composition de l'actionnariat de l'échantillon des Public to Private

Catégories	Echantillon (=413 sociétés)			
	Asie	Europe	Royaume-Uni	Etats-Unis
Banques	3,13%	21,68%	16,85%	4,98%
Compagnies financières	0,00%	0,00%	3,33%	4,77%
Compagnies d'assurance	0,00%	0,00%	2,54%	0,97%
Compagnies industrielles	56,25%	56,92%	52,54%	53,62%
Fonds de pension	6,25%	0,00%	5,10%	3,05%
Fondation ou Institut de recherche	0,00%	0,00%	0,85%	0,00%
Autorités publiques ou gouvernementales	3,13%	0,00%	0,00%	0,00%
Familiale	3,11%	15,25%	10,85%	5,04%
Employées/Managers/Directeurs	0,00%	1,53%	1,70%	1,45%
Private Equity	28,13%	4,62%	6,24%	24,56%
Autres types d'actionnaires	0,00%	0,00%	0,00%	1,12%
Autres types d'actionnaires privés	0,00%	0,00%	0,00%	0,44%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

De manière générale, on constate que les fonds de Private Equity occupent une place importante en Asie (graphique n°17) tout comme aux Etats-Unis. En effet, les fonds en Private Equity aux Etats-Unis et plus particulièrement en Asie représentent une part très importante dans la composition de l'actionnariat de l'échantillon. En Asie, cette part s'élève à 28.13%. Selon l'Asie Private Equity Review, l'évolution du Private Equity depuis ces dernières années est considérable.

Graphique n° 17: Le Private Equity en Asie



Source : Asia Private Equity Review

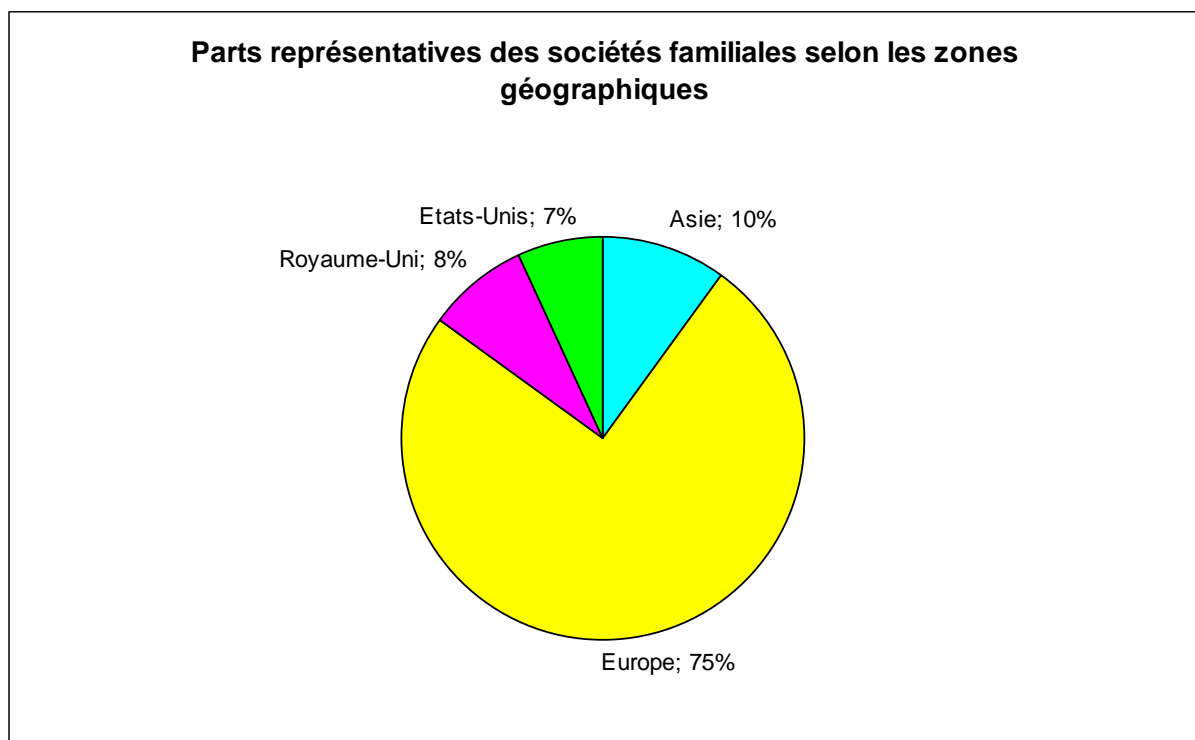


Aux Etats-Unis, les fonds de Private Equity représentent 24.56% des actionnaires. Cette part est aussi très importante. Contrairement au résultat pour l'Asie, celui-ci ne nous surprend pas, le Private Equity aux Etats-Unis est développé depuis de nombreuses années.

Concernant l'actionnariat familial, il représente une part importante en Europe, c'est la seule zone où il est réellement présent.

Le graphique suivant permet de récapituler l'ensemble des parts de l'actionnariat composé de sociétés familiales selon les zones géographiques.

Graphique n°18 : Représentation des sociétés familiales dans l'échantillon de Public to Private



Les institutions financières regroupent plusieurs entités : les banques, les compagnies financières, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les firmes de Private Equity.

#### 4. Statistiques de l'échantillon

Nous avons réalisé dans le tableau n°12 des statistiques descriptives sur les sociétés de notre échantillon, sur des aspects comptables, de performance et de cash-flow de ces dernières. Pour cela, nous avons défini quatre catégories : la taille de la société, la performance, l'effet de levier, les impôts et les cash-flows. Pour chacune d'entre elles, quelques variables ont été sélectionnées afin de les illustrer. Cette sélection a abouti aux résultats suivants :

- ⇒ Taille de la firme :
  - Montant total des ventes (en millions de dollars)
  - Montant total des actifs (en millions de dollars)
- ⇒ Performance :
  - Return On Assets (ROA) (en pourcentage du montant des ventes)
- ⇒ Effet de levier et impôts :
  - Impôts (en pourcentage du montant des ventes)
  - Effet de levier (rapport entre les dettes financières et les fonds propres)
- ⇒ Cash flow :
  - Free cash flow

Les statistiques suivantes sont présentées de la manière suivante : la moyenne, la médiane, l'écart-type, le minimum et le maximum. Cette analyse a été réalisée pour chaque zone géographique.

On remarque que le montant total des actifs en moyenne aux Etats-Unis s'élève à 793 millions de dollars, ce qui est le résultat le plus élevé de notre échantillon. C'est aussi aux Etats-Unis que les plus grandes sociétés sont les plus représentées. L'Asie a, quant à elle, le plus faible montant total des actifs (en moyenne) de notre échantillon.

La performance mesurée par le ROA<sup>18</sup> est la plus importante aux Etats-Unis (ROA = 3.8%). Celle de l'Europe et du Royaume-Uni sont assez proches (Europe : 3.8%, Royaume-Uni : 3.5%). L'Asie présente un fort potentiel de performance.

Les effets de levier les plus importants sont observés aux Etats-Unis et en Asie. Cet effet est mesuré par la variable « Effet de Levier » qui s'élève à 1,6 aux Etats-Unis et à 1,5 pour

---

<sup>18</sup> ROA : Return On Assets

l'Asie. En matière d'endettement, l'Asie aurait un comportement relativement semblable à celui des Etats-Unis.

Tableau n°12 : Statistiques descriptives de l'échantillon des Public to Private

		<b>Moyenne</b>	<b>Médiane</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>Royaume-Uni</b>						
<i>Taille</i>	Somme des ventes (\$ million)	204	54,7	367	18	2103
	Somme des actifs (\$ million)	225	77	436	8	4754
<i>Performance</i>	Return On Assets (%)	3,5	5,4	18,4	-250	37
<i>Effet de Levier et Impôts</i>	Impôts (% des ventes)	1,9	1,7	2,9	-3,5	16,7
	Effet de Levier (%)	1,2	1,1	1,50	-1,7	3,1
<i>Cash Flow</i>	Free Cash Flow (% des actifs)	4,4	4,3	15,1	-74	52,3
<b>Europe</b>						
<i>Taille</i>	Somme des ventes (\$ million)	514	238	603	11,3	3252
	Somme des actifs (\$ million)	565	196	652	12	3912
<i>Performance</i>	Return On Assets (%)	3,8	5,9	20,2	-200	50
<i>Effet de Levier et Impôts</i>	Impôts (% des ventes)	1,2	1,1	16,4	-160	25
	Effet de Levier (%)	1,4	1,3	1,5	-2,3	1,5
<i>Cash Flow</i>	Free Cash Flow (% des actifs)	4,5	4,4	18,9	-2,4	18,7
<b>Etats-Unis</b>						
<i>Taille</i>	Somme des ventes (\$ million)	793	407	832	150	4035
	Somme des actifs (\$ million)	975	410	933	105	5441
<i>Performance</i>	Return On Assets (%)	4,3	5,2	22,5	-210	70
<i>Effet de Levier et Impôts</i>	Impôts (% des ventes)	1,5	1,4	8,8	1,9	8,86
	Effet de Levier (%)	1,6	1,6	2,3	-1,9	4,5
<i>Cash Flow</i>	Free Cash Flow (% des actifs)	5,3	5,2	19,3	-6,04	36

		Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
<b>ASIE</b>						
<i>Taille</i>	Somme des ventes (\$ million)	180	165	213	152	1693
	Somme des actifs (\$ million)	265	56	278	19	1361
<i>Performance</i>	Return On Assets (%)	3,7	3,1	17,2	-52,3	23
<i>Effet de Levier et Impôts</i>	Impôts (% des ventes)	1,9	1,8	3,5	-1,6	4,1
	Effet de Levier (%)	1,5	1,7	2,4	-1,9	2,7
<i>Cash Flow</i>	Free Cash Flow (% des actifs)	4,2	4,0	12,8	-99	36

## 5. Conclusion

Au terme de cette analyse sur l'échantillon constitué, plusieurs observations peuvent être données :

- ⇒ L'Europe se démarque nettement du Royaume-Uni en termes de tissu industriel et de composition de l'actionnariat : présence d'un important actionnariat composé de sociétés familiales en Europe.
- ⇒ Concernant l'Asie, plusieurs points sont à souligner :
  - Croissance assez importante des Public to Private.
  - Importance croissante du Private Equity.
  - Part quasi inexistante de l'actionnariat familial.
  - Les entreprises de grande taille sont assez nombreuses.
  - Forts effets de levier.

Toutes ces caractéristiques tendent à déduire une principale conclusion : l'Asie aurait un comportement relativement semblable à celui des Etats-Unis en terme de tissu industriel, même particularités (présence plus importante des fonds de Private Equity, faible

représentativité d'actionnariat familial au sein du capital des sociétés...). Nous supposons que les résultats empiriques iront dans le même sens.

Ce chapitre nous a donné l'occasion de définir la problématique de recherche et de positionner ce travail par rapport à d'autres recherches précédentes en la matière. Cette étude apporte une plus value et se distingue des analyses antérieures sur les points suivants :

⇒ Tout d'abord, nous travaillons sur un échantillon d'observations plus récentes, qui permettra de prendre en considération les changements structurels et conjoncturels auxquels font face les opérations de Public to Private.

⇒ Ensuite, cette étude permet d'analyser trois phases distinctes du développement des opérations de Public to Private à savoir, la *Phase Motivation*, la *Phase Estimation* et la *Phase Impact*. Pour cela, nous avons recours à un large éventail d'outils économétriques<sup>19</sup>:

- *Phase Motivation* :
  - Analyse univariée
  - Régression logistique binaire
- *Phase Estimation* :
  - Etudes d'évènement
  - T de Student
  - Test de Wilcoxon
- *Phase Impact* :
  - Régression Multiple

⇒ Enfin, notre étude est réalisée à l'échelle internationale en prenant en compte les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie ce qui est a priori la première fois que cela est réalisé. De plus, c'est aussi la première fois que l'Asie fait l'objet d'une étude relative aux opérations de Public to Private.

Pour atteindre ces objectifs de recherche, nous avons d'une part formulé des hypothèses à tester et d'autre part exposé différentes méthodes pour valider ces propositions. Les conditions à satisfaire par les modèles de régression ont été également présentées.

---

<sup>19</sup> L'ensemble de ces tests ont été réalisés à l'aide des logiciels économétriques E-views et SPSS.

# Chapitre 4 :

## Tests des hypothèses de la Phase Motivation

Nous présentons dans ce chapitre les principaux résultats empiriques de notre travail sur la *phase Motivation*. Pour cela, nous allons concentrer nos efforts sur les points suivants :

- ⇒ Quelles sont les différentes motivations des opérations de Public to Private, autrement dit, nous expliquons quelles sont les raisons qui incitent les sociétés à sortir de la cote boursière ?
- ⇒ La constitution de l'échantillon de contrôle qui permet de comparer les caractéristiques des opérations de Public to Private à celles des sociétés cotées en bourse (échantillon de contrôle).
- ⇒ L'emploi de deux méthodes économétriques :
  - D'une part l'analyse univariée : nous utiliserons SPSS comme logiciel économétrique.
  - D'autre part la régression logistique binaire : nous utiliserons E-Views comme logiciel économétrique.

Il est d'abord important de spécifier les différentes hypothèses de notre échantillon avant d'exposer les résultats obtenus. Par conséquent, nous aborderons dans un premier temps les différentes hypothèses qui caractérisent cette phase, elles sont au nombre de huit :

- ⇒ Economie Fiscale.
- ⇒ Réalignement des intérêts.
- ⇒ Contrôle.
- ⇒ Free Cash Flow.



- ⇒ Perspectives de croissance.
- ⇒ Coûts de cotation.
- ⇒ Protection anti-rachat.
- ⇒ Sous-évaluation.

Tout d'abord, nous présenterons la méthodologie de l'étude de la *Phase Motivation*. Cela nous conduira à présenter l'échantillon de contrôle, les méthodes et modèles utilisés ainsi que l'opérationnalisation des variables.

Nous procédons ensuite à l'élaboration des différents tests de notre analyse. Ces derniers sont scindés en deux : d'une part ceux destinés à réaliser l'analyse univariée de nos échantillons et d'autre part ceux destinés à effectuer une régression logistique binaire.

L'objectif de ce chapitre est double :

- ⇒ Mettre en évidence le profil type d'une société de Public to Private.
- ⇒ Etudier les variables les plus pertinentes.

## I- Méthodologie

Le premier objectif que nous devons remplir est de réaliser une comparaison univariée des variables relatives à nos hypothèses des sociétés en Public to Private avec les sociétés de l'échantillon de contrôle. Quant au second objectif, nous réaliserons une analyse multivariée grâce à une régression logistique binaire.

Pour cela nous procédons en différentes étapes :

- ⇒ Etape 1 : présentation des hypothèses et de leur opérationnalisation.
- ⇒ Etape 2 : présentation de l'échantillon de contrôle.
- ⇒ Etape 3 : analyse univariée.
- ⇒ Etape 4 : régression logistique binaire.

Ces quatre étapes feront l'objet de nos quatre sections.

### A. Hypothèses et Opérationnalisation

Dans ce paragraphe, nous reprenons les huit hypothèses citées dans le chapitre précédent. Pour l'étude de la *phase Motivation*, ce sont les hypothèses « a » qui seront utilisées. A ces huit hypothèses, nous évoquons l'opérationnalisation de chacune d'entre elles. Notons que les données relatives aux différentes variables ont été prises un an avant la sortie de la cote des sociétés. Une présentation détaillée des variables utilisées dans le modèle sera réalisée dans le tableau n° 13 p 146.

#### 1. Economie Fiscale

L'hypothèse 1 est la suivante :

Les sociétés bénéficiant d'économies fiscales potentielles tendent davantage à sortir de la cote.

Cette hypothèse prédit que les gains fiscaux seront plus importants pour les Public to Private que pour celles qui sont cotées en Bourse. Ceci s'explique par le fait que les Public to Private impliquent par leur montage un recours à la dette de manière très importante. Par conséquent l'économie fiscale se réalise grâce à la déduction des intérêts des emprunts (Lowenstein, 1985). Celle-ci sera plus importante pour les Public to Private (Halpern et al., 1999 ; Kieschnick, 1998)

L'économie fiscale sera mesurée de deux manières :

- ⇒ Par le montant des impôts : ce montant est exprimé en pourcentage des ventes afin d'éviter une trop grande dispersion entre les valeurs, cette variable est notée « Impôts ». Elle est mesurée au dernier exercice avant le retrait de la cote.
- ⇒ Par l'effet de levier : il est mesuré en faisant le rapport entre les dettes financières et les fonds propres de la société au dernier exercice avant le retrait, cette variable est notée « Effet de Levier ».

L'effet attendu est celui d'un avantage fiscal observé plus important pour les Public to Private que pour les sociétés cotées en bourse.

## 2. Réalignement des intérêts

L'hypothèse 2 est la suivante :

Les sociétés dont les intérêts des acteurs divergent tendent davantage à sortir de la cote.

La présence des managers avant la sortie de la bourse des sociétés est très faible, ce qui entraîne une inefficience au sein de la société. Par conséquent la société a intérêt à se retirer de la cote boursière pour l'ensemble des raisons suivantes : les coûts d'agence et les coûts de surveillance seront réduits, les intérêts divergents entre les actionnaires et les managers (Halpern et al., 1999) que les sociétés subissaient se réduisent et permettent ainsi une meilleure gestion de la société (Jensen et Meckling, 1976 ; Kaplan, 1989).

Cette hypothèse sera opérationnalisée par une variable dichotomique nommée « Part Managériale ». Cette variable sera égale à 1 dès lors que les fonds propres détenus par les

managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle sera égale à 0 (Renneboog, Simons et Wright, 2006).

L'incitation à sortir de la cote sera d'autant plus forte qu'il existe une divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires dans le sens où la réduction des divergences d'intérêts sera beaucoup plus importante pour les Public to Private du fait que ces sociétés sont obligées de réduire leurs coûts pour pouvoir rembourser leur emprunt et éviter la faillite (Cotter et Peck, 2001).

### 3. Contrôle

L'hypothèse 3 est la suivante :

Les sociétés dont le capital est dispersé ont davantage tendance à sortir de la cote.

L'incitation à sortir de la cote est d'autant plus forte que le contrôle est faible. Le contrôle des actionnaires et des managers sera d'autant plus important dans une société en Public to Private (Maug et Admati, 1998).

Cette hypothèse sera mesurée à l'aide de trois blocs de contrôle (Renneboog, Simons, Wright, 2006) que nous avons opérationnalisés de la manière suivante :

- ⇒ **Bloc institutionnel** : cette variable est égale à 1 dans le cas où la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation dans la société sinon elle est égale à 0. Nous avons considéré comme institutionnels les catégories suivantes : les banques, les compagnies financières, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les instituts de recherche, les autorités publiques ou gouvernementales, les fonds de Private Equity.
- ⇒ **Bloc Entreprise** : cette variable est égale à 1 quand la part des actionnaires détenue par les dirigeants est au moins égale à 5% de participation dans la société sinon elle est égale à 0.

⇒ **Bloc Famille** : cette variable est égale à 1 quand la part des actionnaires détenue par la famille est au moins égale à 5% de parts de la société. Si tel n'est pas le cas, la variable est égale à 0.

Les trois blocs de contrôle devraient avoir un impact plus faible pour les sociétés sorties de la cote que pour les sociétés restées cotées en bourse.

#### 4. Free Cash Flow et Perspectives de croissance

L'hypothèse 4 est la suivante :

Les sociétés ayant de forts Free Cash Flow ont davantage tendance à sortir de la cote.

La mauvaise utilisation de Free Cash Flow peut motiver la sortie de la cote. En cas de retrait, ils seront désormais utilisés pour le bon fonctionnement de la société dans des perspectives de croissance (Lowenstein, 1985).

Cette hypothèse sera mesurée tout simplement grâce à la variable Free Cash Flow (en pourcentage des ventes). L'effet attendu sera positif dans le sens où le niveau des FCF dans les sociétés en Public to Private sera plus important en raison de la fonction de contrôle de la dette. Comme le souligne Jensen (1986), la plupart des avantages obtenus dans les opérations de Public to Private semblent être dûs à la fonction de contrôle de la dette.

L'hypothèse 5 est la suivante :

Les sociétés ayant de faibles perspectives de croissance ont davantage tendance à sortir de la cote.

Les firmes qui sortent de la bourse ont en principe un fort niveau de Free Cash Flow et de faibles opportunités de croissance (Lehn et Poulsen, 1989 ; Opler et Titman, 1993), d'où la formulation suivante : l'hypothèse relative à la mesure des perspectives de croissance de la société sera mesurée par le ratio Q. Ce ratio est un proxy, c'est-à-dire une variable

instrumentale du Q de Tobin (1969). Halpern et al. (1999) le définissent comme le ratio de la valeur de marché sur la valeur comptable des capitaux propres. Cependant, le numérateur ne prend pas en compte la dette de la société et ne représente donc pas une bonne mesure de la valeur de la société.

C'est pour cela que nous utilisons plutôt l'approche de McConnell et Servaes (1990) et de Opler et Titman (1993) qui définissent le Q ratio de la manière suivante :

$$Q = \frac{VM + DT - L}{A}$$

où :

VM représente la valeur de marché des capitaux propres de la société.

DT représente la dette totale.

L représente les liquidités.

A représente la valeur de l'actif.

L'introduction de cette variable permet d'avoir une dimension dynamique dans notre analyse en permettant d'étudier dans quel sens varie ce ratio selon les deux types d'échantillons étudiés. En relation avec l'analyse que nous avons réalisée sur l'effet du Q ratio, nous nous attendons à un signe négatif entre le ratio et la probabilité qu'une firme se retire de la cote. En effet, les sociétés ayant des perspectives de croissance faibles seront moins attrayantes pour des investisseurs. Elles seront considérées comme des cibles potentielles à sortir de la cote dans le but d'éviter tout problème financier important.

Deux autres spécifications ont été utilisées pour les perspectives de croissance de la société (Weir, Laing, Wright, Burrows, 2005), Q1/Q2 et Q1/Q3 :

- ⇒ Q1/Q2 : c'est le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant.
- ⇒ Q1/Q3 : c'est le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant.

Nous nous attendons à obtenir aussi des signes négatifs pour ces deux ratios. La prise en compte de ces deux ratios nous permet de confirmer, ou non, les niveaux de croissance de la société avant le retrait de la cote.

Par ailleurs, nous avons aussi ajouté une variable dichotomique permettant de mesurer l'interaction entre le niveau de Free Cash Flow des firmes et le Q ratio. Pour cela, nous avons introduit la variable  $LQ*HFCF$  (Weir, Laing, Wright, Burrows, 2005a) qui est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des FCF, sinon elle est égale à 0.

## 5. Les coûts de cotation

Comme nous l'avons précisé, l'hypothèse relative aux coûts de cotation ne peut pas être étudiée dans la *phase Motivation* car nous avons opérationnalisé cette hypothèse avec la variable « taille ». Or pour réaliser notre échantillon de contrôle, deux critères ont été sélectionnés, celui du secteur d'activité et celui de la taille. Par conséquent, les sociétés faisant partie de l'échantillon de contrôle, comme le définit la technique de pairage, seront de même taille que celles de l'échantillon des Public to Private. Ainsi, la comparaison entre les deux échantillons avec la taille comme variable n'aurait aucun sens. Celle-ci serait effectivement nulle. Toutefois, elle sera utilisée afin de mesurer l'impact de l'économie des coûts de cotation sur la richesse des actionnaires dans le chapitre relatif à la *phase Impact*.

## 6. La protection anti-rachat

L'hypothèse 7 est la suivante :

Les sociétés ayant fait l'objet d'une prise de contrôle partielle ont davantage tendance à se retirer de la cote.

Une autre raison qui peut entraîner le lancement d'une opération de Public to Private est la peur d'être racheté. Lowenstein (1985) remarque que les sociétés qui se retirent sous forme de MBO se justifient par le fait que les managers ont peur de se faire racheter et de faire face à des offres de rachat hostiles. Etant sortie de la cote, les sociétés se sont ainsi protégées de toute opération hostile envers elles. Cette hypothèse sera mesurée en utilisant une variable

dichotomique qui est la « prise de contrôle avant le rachat ». Celle-ci sera égale à 1 dans le cas où il y a eu une prise de contrôle dans l'année où l'annonce de la transaction est réalisée, sinon elle est égale à 0.

L'incitation à sortir de la cote sera d'autant plus forte que la société fera l'objet de prise de contrôle.

## 7. La sous-évaluation

L'hypothèse 8 est la suivante :

Les sociétés sous évaluées ou faiblement liquides ont davantage tendance à se retirer de la cote.

On considère en général que les sociétés en Public to Private sont davantage sous-évaluées (problèmes d'asymétrie informationnelle, manipulation des données comptables...). Selon Halpern et al. (1999) les sociétés en Public to Private sont davantage sous-évaluées par rapport aux entreprises restées en Bourse.

Pour évaluer cette sous-évaluation, nous avons recours à la variable du Price Earning Ratio (PER) qui est mesurée sur une période d'un an avant la transaction du Public to Private jusqu'à un mois avant la première annonce. Il est obtenu en faisant le rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action.

L'incitation à sortir de la cote sera d'autant plus forte que les sociétés ont un niveau de Price Earning Ratio faible.

La mesure de la liquidité est quant à elle réalisée en faisant le calcul suivant :  $\frac{\text{Actifs} - \text{Stock}}{DF}$ ,

où DF représente les dettes financières.

Nous nous attendons à une moindre liquidité au sein des Public to Private.

Nous résumons l'ensemble de nos huit hypothèses, l'opérationnalisation de chacune d'entre elles, ainsi que les résultats attendus par un tableau récapitulatif :



Tableau n° 13: Récapitulatif des hypothèses, de leur opérationnalisation et des résultats attendus

<b>Hypothèses</b>	<b>Opérationnalisation</b>	<b>Résultats escomptés</b>
<b>H1 : Economie Fiscale</b>	Impôts (% des ventes) Effet de Levier (Dettes Financières/ Fonds Propres)	+ -
<b>H2 : Réalignement des intérêts</b>	Part Managériale	-
<b>H3 : Contrôle</b>	Bloc Institutionnel Bloc Entreprise Bloc Famille	- - -
<b>H4 : Free Cash Flow</b>	Free Cash Flow	+
<b>H5 : Perspectives de croissance</b>	Q Ratio Q1/Q2 Q1/Q3 LQ * HFCF	- - - +
<b>H7: Anti-Rachat</b>	Prise de contrôle avant le rachat (1= oui)	+
<b>H8 : Sous-évaluation</b>	PER (Price Earning Ratio) Liquidité	- -

## B. Echantillon de contrôle : méthodologie et statistiques

Après avoir présenté les huit hypothèses que nous voulons tester, nous étudions la méthodologie que nous appliquons. Comme nous l'avons introduit au début de ce chapitre, deux méthodes ont été retenues pour analyser les motivations des opérations qui se retirent de la cote, c'est-à-dire les Public to Private. Nous effectuerons une analyse univariée dans un premier temps et dans un second temps nous aurons recours à une analyse multivariée (analyse logistique binaire).

Tout d'abord, pour réaliser une étude univariée et ensuite une analyse multivariée, nous devons élaborer un échantillon de contrôle qui sera constitué de sociétés qui sont cotées en bourse. Nous pourrons ainsi étudier quel est le profil type d'une société en Public to Private par rapport à une société cotée en bourse.

Cette méthode consiste à réaliser une technique de pairage, c'est-à-dire à coupler l'entreprise étudiée : la société en Public to Private, avec une autre entreprise ayant la même taille (mesurée soit par le chiffre d'affaires soit par l'actif total), se trouvant dans le même secteur d'activité et étant cotée depuis au moins une année. Le choix de cette technique se justifie par le fait qu'elle permet d'apprécier la probabilité d'occurrence d'un évènement (le fait qu'une société se retire de la cotation boursière dans notre cas) et de différencier les firmes en Public to Private des sociétés restées cotées en bourse.

Comme les sociétés de l'échantillon de contrôle obtenues par la technique de pairage ont la même taille et se trouvent dans le même secteur d'activité, cette méthode d'analyse nous permet de savoir pourquoi des entreprises vont dans le secteur privé.

L'élaboration de l'échantillon de contrôle est réalisée en se basant sur deux caractéristiques essentielles, à savoir le secteur d'activité et l'actif total :

- ⇒ **Le secteur d'activité** : cette catégorie regroupe les secteurs d'activité principaux de l'entreprise. Ceci nous permet de prendre en considération, d'une part, le cycle de vie industriel de la firme et d'autre part, des particularités entre les industries en termes de structures financières. La base de données Thomson One Banker fournit le code sectoriel SIC, le pairage a été effectué en utilisant celui-ci. Dans la plupart des cas, la

firme de l'échantillon de contrôle, c'est-à-dire la firme témoin, a été sélectionnée en se référant aux deux premiers chiffres du code SIC. Dans les rares cas où aucune firme de référence ne peut pas être observée en utilisant le premier code SIC, le deuxième et parfois le troisième ont été utilisés.

⇒ **L'actif total** : c'est un des critères représentatif du facteur taille. Nous faisons l'hypothèse que l'actif total est un bon indicateur de la taille de l'entreprise dans le sens où il comprend l'ensemble des investisseurs industriels, commerciaux et financiers. De plus, le choix de ce critère nous permet aussi d'éviter le biais induit par la différence de taille entre les entreprises d'un même secteur d'activité et de tenir compte du fait que les PME n'ont pas le même comportement que les grandes sociétés. Par conséquent, les firmes cotées en bourse qui ont été sélectionnées, c'est-à-dire les firmes témoins, devraient avoir l'actif total le plus proche de celui de l'entreprise étudiée.

Pour constituer cet échantillon de contrôle, une méthodologie rigoureuse doit être respectée. Nous nous sommes basés sur une méthodologie, qui a déjà été appliquée par plusieurs auteurs, tels que Weir et al. 2005, North, 2001 ; Klein et Zur, 2009, Achleitner, Betzer, Hinterramskogler, 2008.

Pour résumer, voici les différentes étapes de notre méthodologie:

1. Nous sélectionnons toutes les compagnies cotées dont le siège social se situe dans la même zone géographique que celles que nous avons dans notre échantillon à savoir l'Europe, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et l'Asie.
2. Notre sélection s'affine avec le secteur industriel. Pour cela, nous prenons toutes les sociétés qui ont les mêmes « two-digit SIC ». Pour certaines sociétés, nous avons élargi nos critères en utilisant le « one-digit SIC ».
3. Puis pour identifier les sociétés dites paires de cet échantillon de contrôle, nous employons un critère « taille ». Nous prenons la somme des actifs de toutes les sociétés restantes un an avant l'annonce d'un *going private*. La société avec l'écart

type en valeur absolue le plus petit de la société en Public to Private est choisie comme société correspondante.

4. Enfin, un dernier test est réalisé afin de vérifier si toutes les firmes sélectionnées dans notre échantillon de contrôle sont restées au moins deux ans cotées après l'annonce d'un *going private*.

Notre échantillon est constitué de 413 sociétés : 86 en Europe, 108 au Royaume-Uni, 171 aux Etats-Unis et de 48 en Asie.

### C. Analyse univariée

#### 1. Présentation de la méthodologie

Notre analyse statistique univariée est réalisée à partir de deux échantillons :

- ⇒ Echantillon 1 : il comprend l'ensemble des Public to Private de 2000 à 2007 pour l'Europe, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et l'Asie. Le nombre de sociétés s'élève à 413.
- ⇒ Echantillon 2 appelé échantillon de contrôle : il est constitué de sociétés qui sont restées cotées en bourse de 2000 à 2007 pour les quatre zones géographiques. Une méthodologie a été respectée afin d'optimiser au maximum l'élaboration de cet échantillon (taille de la société, secteur d'activité...). Le nombre de sociétés est identique à celui de l'échantillon 1.

Dans le but d'analyser les motivations des opérations de Public to Private et d'en déduire un profil type, nous avons retenu l'ensemble des variables définies dans le paragraphe précédent. La procédure d'obtention des variables pour l'échantillon de contrôle a été la même que celle utilisée pour l'échantillon principal de notre étude, c'est-à-dire l'échantillon 1. Une petite nuance est à souligner : nous avons utilisé la base de données OSIRIS pour avoir l'ensemble des données financières des sociétés non cotées. Pour l'échantillon de contrôle, nous avons utilisé ORBIS qui regroupe l'ensemble des données financières issues des rapports annuels des sociétés cotées.

Ainsi toutes les variables retenues ont été identifiées pour les deux échantillons. Nous comparons ensuite les valeurs moyennes issues de ces derniers afin d'examiner dans quelle mesure les écarts empiriques observés valident nos hypothèses. Pour réaliser ceci, nous utilisons d'une part un test paramétrique de différence de moyennes et d'autre part un test non paramétrique.

## 2. Test paramétrique

Avant d'utiliser le test de différence de moyennes, trois précautions doivent être prises :

- ⇒ S'assurer que la distribution de l'échantillon soit compatible avec l'hypothèse de distribution gaussienne de la variable (test de normalité).
- ⇒ Vérifier l'homogénéité des variances de tous les échantillons.
- ⇒ Vérifier la taille de l'échantillon (supérieur à 30).

En premier lieu, nous devons nous assurer que la distribution de l'échantillon soit compatible avec l'hypothèse de distribution gaussienne de la variable, c'est le test de normalité. Pour vérifier qu'une distribution suit une loi normale, il suffit de réaliser le test descriptif d'aplatissement et de symétrie appelés respectivement kurtosis et skewness.

Les résultats obtenus confirment que l'échantillon suit une loi normale à 95% car la valeur de son aplatissement est comprise entre -2 et +2 et que la valeur de son asymétrie est comprise entre -2 et +2.

En deuxième lieu, nous devons vérifier l'homogénéité des variances de tous les échantillons. Pour cela nous avons calculé le F de Snedecor. Cette valeur de F a été ensuite comparée à une valeur théorique. On conclut pour les quatre échantillons que la valeur observée n'excède pas la valeur théorique, ce qui permet de conclure que l'hypothèse d'égalité des variances n'est pas contredite.

En troisième lieu chaque échantillon a une taille N supérieure à 30 (normalité).

$N_{\text{Europe}} : 86$

$N_{\text{Royaume-Uni}} : 108$

$N_{\text{Etats-Unis}} : 171$

$N_{\text{Asie}} : 48$

Les trois étapes ont été validées, nous appliquons le  $t$  de Student à tous les échantillons. L'application du test de différence de moyennes peut être réalisée. Il a pour objectif de vérifier si les moyennes des variables des deux échantillons sont significativement différentes.

D'où la formulation de l'hypothèse :

L'hypothèse nulle  $H_0$  se caractérise par le fait qu'il n'y a pas de différence entre les moyennes. Dans notre étude, la statistique suit une loi normale centrée réduite avec  $N$  la taille respective des échantillons. Maintenant, nous présentons le test paramétrique de différence de moyennes qui prend en compte le test des égalités des espérances de deux échantillons et qui se présente de la manière suivante :

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 \\ H_1 : \mu_1 \neq \mu_2 \end{cases} \Rightarrow \begin{cases} H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0 \\ H_1 : \mu_1 - \mu_2 \neq 0 \end{cases}$$

Ce test a pour but de vérifier si les moyennes des variables explicatives des deux échantillons sont significativement différentes. L'hypothèse nulle, comme nous l'avons formulée, se définit comme ceci :

$H_0$  : il n'y a aucune différence entre les moyennes.

$H_1$  : il y a une différence entre les moyennes.

### 3. Test non paramétrique

Le test de Wilcoxon, appelé aussi test des signes et des rangs, permet de comparer les caractéristiques de deux distributions. Ce test représente l'alternative non paramétrique au test  $t$  de Student que nous venons de présenter. Le test de Wilcoxon repose uniquement sur l'ordre des observations relatives aux deux échantillons. Il permet aussi d'apporter quelques éléments de réponse pertinentes à des questions d'intérêt telles que « la forme de la distribution est-elle identique ?, « existe-il une différence significative entre les tendances centrales de deux distributions ? ». Il prend en compte à la fois le rang et le signe de chaque élément dans l'échantillon et ne repose sur aucune hypothèse à l'égard de la distribution probabiliste.

Les échantillons en question, doivent disposer du même nombre d'observations et doivent être couplés. La différence entre chaque couple d'observations est calculée et sa valeur absolue sera classée en ordre croissant (de rang 1 au rang  $n$ ). La somme des rangs positifs est notée  $T^+$  et des rangs négatifs  $T^-$ . La valeur  $z$  statistique de ce test se définit de la manière suivante :

$$z = \frac{T^+ - [n(n+1)/4]}{\sqrt{[n(n+1)(2n+1)]/24}}$$

L'hypothèse  $H_0$  de ce test sur l'égalité des médianes de deux échantillons sera rejetée si  $z < -z_{\alpha/2}$  ou si  $z > z_{\alpha/2}$

où  $z_{\alpha/2}$  représente la valeur tabulée avec le seuil de confiance  $\alpha$ .

Notons que lorsque la taille de l'échantillon est assez grande, c'est-à-dire supérieure à 25 ( $n \geq 25$ ), les statistiques  $z$  suivent approximativement la loi normale. Pour notre étude, toutes les tailles de nos échantillons sont supérieures à 25.

#### D. Analyse multivariée : la régression logistique binaire

##### 1. Définition du modèle

L'utilisation de la régression logistique binaire se justifie car la variable dépendante est de type qualitatif alors que les variables indépendantes peuvent être soit qualitatives, soit quantitatives. L'emploi de l'expression « régression logistique binaire » se justifie par le fait que la variable dépendante ne prend que deux valeurs possibles c'est-à-dire 0 et 1. Lorsque le nombre de niveaux de la variable dépendante est supérieur à deux, la régression linéaire devient multinomiale. Pour notre étude, nous nous contenterons de deux niveaux.

Le choix de la régression logistique binaire peut s'expliquer par différentes raisons qui sont les suivantes :

- ⇒ Lorsque nous sommes dans le cas où la variable dépendante est qualitative, la régression linéaire n'est pas compatible car les conditions de variance constante et de normalité des résidus ne sont pas satisfaites.
- ⇒ La régression logistique a pour objectif de déterminer la probabilité d'occurrence d'un évènement. Cette caractéristique est très utile dans la détermination des motivations des opérations de Public to Private face aux sociétés cotées.

Comme nous l'avons précisé précédemment, la variable dépendante prend la valeur 0 ou 1. Dans notre étude, pour tester nos hypothèses, nous comparons les firmes qui se sont retirées de la cote (les Public to Private : les PtoP) avec les firmes qui sont restées en bourse (échantillon de contrôle) avec comme variable dépendante  $Y_i$  qui se définit de la manière suivante :

$Y_i = 1$  si la firme appartient au groupe des sociétés qui se sont retirées de la cote.

$Y_i = 0$  si la firme appartient au groupe des sociétés qui sont restées en Bourse.

La probabilité qu'une société sorte de la cote peut s'écrire de la manière suivante :

$$P_i = F(Z_i) = E(Y = 1|Z_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}}$$

Où  $Z_i = \beta_1 + \beta_2 X_i$

Cette équation est l'expression de la fonction de distribution logistique.

Si  $P_i$  la probabilité qu'une société sorte de la cote est donnée par l'équation ci-dessus, alors  $(1 - P_i)$ , la probabilité qu'elle ne sorte pas est :

$$1 - P_i = \frac{1}{1 + e^{Z_i}}$$

On peut donc écrire

$$\frac{P_i}{1 - P_i} = \frac{1 + e^{Z_i}}{1 + e^{-Z_i}} = e^{Z_i}$$



Ainsi, si on prend le logarithme naturel de cette équation, on obtient le résultat suivant :

$$\begin{aligned} Li &= \ln\left(\frac{Pi}{1-Pi}\right) = Zi \\ &= \beta_1 + \beta_2 X_i \end{aligned}$$

Ce qui signifie que L, le log du ratio de chances, n'est pas clairement linéaire en X mais aussi linéaire dans les paramètres. L est appelé le logit, d'où le nom, pour les modèles du type, de modèles logit.

Notons quelques caractéristiques de ce modèle :

- ⇒ Si L, le logit est positif, cela signifie que lorsque la valeur du (des) régresseur(s) croît, les chances de voir la variable dépendante prendre la valeur 1 augmentent.
- ⇒ Si L est négatif, les chances de la variable dépendante d'égaliser 1 décroissent à mesure que la valeur X augmente.
- ⇒  $\frac{Pi}{1-Pi}$  : le ratio appelé « odds ».

Remarquons que le logarithme naturel du ratio « odds » est appelé logit.

On peut déduire du modèle présenté ci-dessus, la probabilité d'occurrence de l'évènement  $P(Y_i = 1)$ , c'est-à-dire l'évènement où la firme appartient au groupe des sociétés qui se sont retirées de la cote. Elle se définit de la manière suivante :

$$P(Y_i = 1) = \frac{1}{1 + \exp(-\beta * X)} = \frac{e^{\beta * X}}{1 + e^{\beta * X}}$$

Quelques remarques peuvent être apportées :

- ⇒ Nous avons pu constater précédemment que la variable dépendante représente la probabilité d'occurrence d'un évènement, donc sa relation avec les variables indépendantes n'est pas linéaire mais sigmoïdale. Toutefois, la relation qui existe

entre la variable  $Y$  et les variables  $X$  est linéaire. De ce fait, la régression logistique a pour but de transformer une relation non linéaire en une relation linéaire. La distribution logistique, comme nous l'avons précisé, implique que les probabilités estimées doivent être comprises entre 0 et 1.

⇒ La régression logistique quant à elle, ne repose a priori pas sur des hypothèses concernant la loi probabiliste de la distribution des données. Néanmoins, les résultats sont plus stables lorsque les variables indépendantes sont normalement distribuées. De même, il faut aussi éliminer la multicollinéarité entre les prédicteurs pour ne pas biaiser les coefficients et augmenter les écarts-types.

## 2. Interprétation des coefficients

Le signe des coefficients de régression permet d'indiquer le sens de la corrélation entre les régresseurs et la probabilité d'occurrence de l'évènement. On identifiera un signe positif par le fait que la fonction est croissante entre ces grandeurs et un signe négatif par le fait que la fonction est décroissante entre ces grandeurs.

Toutefois, il faut noter que l'interprétation des coefficients de la régression logistique n'est pas directe, dans le sens où ils sont interprétés comme la variation du logit et non pas par la probabilité  $P$  lorsqu'une variable explicative varie à la hausse comme à la baisse d'une unité. Par conséquent, il faut utiliser le logarithme naturel des deux côtés de l'équation du modèle et l'on obtient la formule suivante :

$$\left[ \frac{P(Y_i = 1)}{1 - P(Y_i = 1)} \right] = \exp(\beta) * X$$

La transformation ci-dessus par le logarithme naturel permet de réaliser une interprétation plus juste des coefficients de la régression logistique. Ainsi l' $\exp(\beta)$  représente l'effet d'une variable indépendante sur le ratio « odds ». L'interprétation de ce dernier s'effectue de la manière suivante : plus le coefficient  $\exp(\beta)$  d'une variable est élevé et plus celle-ci sera influente.

Toutefois, notons que pour la majorité des interprétations des valeurs en ordonnée à l'origine, cette interprétation peut n'avoir aucune significativité matérielle.

### 3. Significativité des coefficients

Le test de la significativité des coefficients de la régression logistique est identique à celui de la régression linéaire. Cependant, nous calculons dans ce cas la statistique de Wald pour chaque  $\beta$ , d'où la formule :

$$\text{WALD} = \left[ \frac{\beta}{\sigma(\beta)} \right]^2$$

Cette statistique suit la loi probabiliste Khi-Deux avec un degré de liberté. La statistique Khi-Deux est simplement le carré de t-statistique.

### 4. Qualité du modèle de régression

Pour comparer les différences spécifiques d'un modèle de régression logistique et pour évaluer son pouvoir explicatif, trois statistiques peuvent être employées : le ratio de vraisemblance (Khi-Deux), le taux de prédiction correcte et le pseudo  $R^2$ .

Nous les analysons tous les trois :

⇒ le ratio de vraisemblance ou la statistique Khi-Deux est obtenue comme suit :

$$RV = \chi^2 = -2[RV(\beta_0) - RV(\beta)]$$

où :

$RV$  se définit comme étant le ratio de vraisemblance qui est distribué selon la loi Khi-Deux avec  $p$  degrés de liberté ( $p$  est le nombre des variables indépendantes).

$RV(\beta_0)$  représente le ratio de vraisemblance lorsque le modèle ne contient que la variable à expliquer et la constante.

$RV(\beta)$  représente le ratio de vraisemblance lorsque toutes les variables indépendantes sont incluses.

- ⇒ Le taux de prédiction : cette statistique s'explique par l'hypothèse suivante : si la valeur  $P(Y_i = 1)$  estimée est supérieure à 0.5, l'évènement a plus de chance de se réaliser et inversement.
- ⇒ Le pseudo  $R^2$  : le  $R^2$  dans la régression linéaire représente la proportion de la variable dépendante expliquée par les indicateurs indépendants. L'équivalent n'existe pas pour la régression logistique, cependant, des statistiques appelées « Pseudo  $R^2$  » ont été construites. On peut retenir la statistique du pseudo  $R^2$  de McFadden. Elle s'obtient de la manière suivante :

$$Pseudo - R^2 = 1 - \left[ \frac{RV(\beta)}{RV(\beta_0)} \right] = 1 - \left[ \frac{-2RV(\beta)}{-2RV(\beta_0)} \right]$$

$R^2$  est un scalaire variant de 0 à 1 sans atteindre ces deux valeurs extrêmes. Le  $R^2$  du modèle de régression logistique est en principe plus faible que celui de la régression linéaire multiple que nous verrons dans le dernier chapitre.

## 5. Le modèle LOGIT

Notre modèle se présentera sous la forme suivante :

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 T + \beta_2 G + \beta_3 M + \beta_4 I + \beta_5 C + \beta_6 F + \beta_7 FCF + \beta_8 Q + \beta_9 PTI + \beta_{10} PER + \beta_{11} L$$

Le tableau suivant illustre les différentes variables du modèle utilisé ainsi que leurs définitions respectives :

Tableau n° 14: Définitions des variables

Noms	Variables	Définitions
T	Impôts	Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes
G	Effet de Levier	Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société.
M	<b>Part managériale</b>	<b>Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0.</b>
I	<b>Bloc Institutionnel</b>	<b>Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0.</b> <b>Sont considérés comme institutionnels : les banques, les compagnies financières, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les instituts de recherche, les autorités publiques ou gouvernementales, les fonds de Private Equity.</b>
C	<b>Bloc Entreprise</b>	<b>Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0.</b>
F	<b>Bloc Famille</b>	<b>Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0.</b>
FCF	Free Cash Flow	Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage.
Q	Q ratio	Rapport entre $\frac{VM + DT - L}{A}$ <sup>20</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993).

<sup>20</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

Q1/Q2	Q1 ratio/Q2 ratio	Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant.
Q1/Q3	Q1 ratio/Q3 ratio	Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant.
<b>LQ*HFCF</b>	<b>Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow</b>	<b>Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0.</b>
<b>PTI</b>	<b>Protection anti rachat</b>	<b>Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote.</b>
PER	Price Earning Ratio	Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action.
<b>L</b>	<b>Liquidité</b>	Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

*Note 1 :* Les données des variables ont été prises une année avant la sortie de la bourse de la société ce qui correspond au dernier exercice avant le retrait de la cote.

*Note 2 :* Les variables représentées en gras signifient que ce sont des variables dichotomiques.

L'équation  $Z_i$  représente le modèle 1 que nous allons tester, trois autres modèles sont aussi utilisés. Pour cela, nous employons les variables suivantes : Q1/Q2, Q1/Q3, LQ\*HFCF. Pour des raisons de fortes corrélations entre les variables du modèle 1 et les dernières citées, nous avons effectué trois autres modèles. Au final quatre modèles sont réalisés, les voici :

- ⇒ Le modèle 1 ne prend en compte que le Q ratio.
- ⇒ Le modèle 2 intègre uniquement le ratio Q1/Q2.
- ⇒ Le modèle 3 prend en considération uniquement Q1/Q3.
- ⇒ Le modèle 4 étudie l'interaction entre les Free Cash Flow et le Q ratio avec la variable LQ\*HFCF.

## II. Résultats

### A. Résultats de l'analyse univariée

Nous présentons dans les quatre tableaux suivants les résultats de notre analyse univariée. Nous avons scindé les variables qui opérationnalisent l'ensemble de nos huit hypothèses développées dans la section précédente, en deux parties et plus exactement en deux panels. Ces deux panels sont les suivants :

- ⇒ Panel A : il est consacré à la propriété et au contrôle. Il regroupe trois types de variables :
  - Part managériale.
  - Blocs de contrôle qui sont au nombre de trois (Institutionnel, Entreprise, Famille).
  - Prise de contrôle.
  
- ⇒ Panel B : il regroupe toutes les variables mesurant la performance. Elles sont au nombre de neuf :
  - Impôts.
  - Effet de Levier.
  - Free Cash Flow.
  - Q ratio.
  - Q1/Q2.
  - Q1/Q3.
  - LQ\*HFCF.
  - PER.
  - Liquidité.

Deux tests statistiques ont été réalisés : le *t*-test et le *z*-test.

Nous avons procédé à un test du Khi-Deux pour les variables dichotomiques que l'on retrouve dans le Panel A lié à la propriété et au contrôle. Concernant les autres variables regroupées dans le Panel B lié à la performance, un test de Wilcoxon a été utilisé.

## 1. Europe

Tableau n°15 : Résultats de l'analyse univariée pour l'Europe (86 observations)

<i>Variables</i>	PtoP		EDC		t value	z statistic
	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>		
<b>Panel A: Propriété et Contrôle</b>						
Part Managériale	0,65	1	0,85	1	-2,682***	-2,679***
Bloc Institutionnel	0,61	1	0,75	1	-2,697***	-2,643***
Bloc Entreprise	0,58	1	0,72	1	-2,791***	-2,728***
Bloc Famille	0,64	1	0,84	1	-2,904***	-2,876***
Prise de contrôle avant le rachat	0,56	1	0,52	1	1,036	1,123
<b>Panel B: Performance</b>						
Impôts	1,21	1,17	1,18	1,08	1,026	1,103
Effet de Levier	1,42	1,38	1,45	1,39	-1,115	-1,112
Free Cash Flow	4,55	4,43	3,77	3,70	2,169**	2,214**
Q ratio	0,83	0,81	1,45	1,42	-3,987***	-3,521***
Q1/Q2	0,91	0,87	1,05	1,03	-3,362***	-3,214***
Q1/Q3	0,86	0,85	1,12	1,09	-3,556***	-3,514***
LQ*HFCF	0,37	0,25	0,24	0,16	2,105**	2,034**
PER	15,14	14,52	26,78	25,92	-2,412**	-2,376**
Liquidité	1,45	1,38	2,09	1,96	-2,654***	-2,698***

PtoP : Public to Private

EDC : Echantillon de contrôle

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage ; **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{21}$  (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini

<sup>21</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.



comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ;**LQ\*HFCF**: Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ;**PTI: Protection anti rachat**: Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ;**PER:Price Earning Ratio**: Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ;**L:Liquidité**: Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Quelques remarques doivent être notées avant d'introduire les résultats de cette étude.

Concernant le panel A, nous remarquons que la structure de propriété et de contrôle des sociétés en Public to Private en Europe est largement composée de managers et du bloc Famille (Andres, 2008 ; Faccio et Lang, 2002). Ceci confirme notre première analyse dans le chapitre 3, où la part des Petites et Moyennes Entreprises (PME) est très importante. Le tissu industriel européen est composé pour pratiquement 90% des PME.

Concernant le panel B, nous observons que la sous-évaluation, les perspectives de croissance et le niveau de la liquidité sont trois éléments qui caractérisent fortement les sociétés en Public to Private. En effet, les données révèlent que les perspectives de croissance de la société mesurée par le Q ratio sont beaucoup plus faibles pour les Public to Private que pour les sociétés appartenant à l'échantillon de contrôle (0,83 contre 1,45). La sous-évaluation est un autre critère qui qualifie les Public to Private. Les résultats sont évocateurs, 15 pour les Public to Private contre 27 pour l'EDC. De même, le manque de liquidité fait aussi partie des critères qui caractérisent les Public to Private des autres sociétés.

## 2. Le Royaume-Uni

Tableau n°16 : Résultats de l'analyse univariée pour le Royaume-Uni (108 observations)

<i>Variables</i>	PtoP		EDC		t value	z statistic
	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>		
<b>Panel A: Propriété et Contrôle</b>						
Part Managériale	0,51	1	0,68	1	-2,426**	-2,387**
Bloc Institutionnel	0,69	1	0,81	1	-2,215**	-2,134**
Bloc Entreprise	0,56	1	0,65	1	-2,196**	-2,102**
Bloc Famille	0,51	0	0,53	1	-1,102	-1,006
Prise de contrôle avant le rachat	0,57	0	0,55	1	1,126	1,101
<b>Panel B: Performance</b>						
Impôts	1,91	1,78	1,87	1,83	1,556	1,519
Effet de Levier	1,23	1,18	1,26	1,20	-1,272	-1,217
Free Cash Flow	4,46	4,35	4,12	4,03	2,456**	2,418**
Q ratio	0,85	0,79	1,47	1,38	-4,056***	-3,875***
Q1/Q2	0,97	0,92	1,12	1,08	-3,915***	-3,723***
Q1/Q3	0,83	0,77	1,22	1,17	-3,992***	-3,834***
LQ*HFCF	0,35	0,33	0,27	0,25	2,056**	1,998**
PER	14,16	13,76	20,42	19,54	-2,385**	-2,426**
Liquidité	1,48	1,35	2,02	1,97	-2,582***	-2,569***

PtoP : Public to Private

EDC : Echantillon de contrôle

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{22}$  (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une

<sup>22</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio**: Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; **LQ\*HF**: Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; **PTI: Protection anti rachat**: Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio**: Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité**: Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Concernant le panel A, le bloc Institutionnel fait partie d'un élément clé qui caractérise les Public to Private au Royaume-Uni (Weir et al., 2005). Ceci est confirmé par le résultat (0.69) qui est supérieur par rapport à celui observé pour les autres blocs de l'échantillon de Public to Private (0.56 pour le bloc entreprise ; 0.51 pour le bloc famille). Nous remarquons aussi que le Bloc Institutionnel joue un rôle important pour les Public to Private et pour les sociétés restées en cote boursière. Toutefois, nous constatons que ce dernier est supérieur à celui observé en Europe. Par ailleurs, le bloc Famille est beaucoup moins présent dans les sociétés de Public to Private au Royaume-Uni qu'en Europe. Cependant, aucune significativité n'a été trouvée. Les résultats sont relativement proches (0.64 pour les opérations de Public to Private contre 0.84 pour l'échantillon de contrôle). On ne peut donc pas confirmer que ce bloc puisse faire partie d'une des caractéristiques des opérations de PtoP. La prise de contrôle est quant à elle nettement plus élevée pour les sociétés en PtoP, elles font davantage l'objet d'offre amicale ou hostile, leur faible perspective de croissance et de liquidité par rapport aux sociétés cotées en bourse (0.85 contre 1.47 pour les perspectives de croissance et 1.48 contre 2.02 pour la liquidité) en font des cibles de rachat parfaites.

Concernant le panel B, le niveau des Free Cash Flow, les perspectives de croissance et le manque de liquidité sont aussi trois éléments majeurs qui caractérisent les Public to Private. Les résultats obtenus sont pratiquement similaires à ceux constatés dans le reste de l'Europe.

### 3. Les Etats-Unis

Tableau n°17 : Résultats de l'analyse univariée pour les Etats-Unis (171 observations)

Variables	PtoP		EDC		t value	z statistic
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane		
<b>Panel A: Propriété et Contrôle</b>						
Part Managériale	0,54	1	0,62	1	-2,456**	-2,417**
Bloc Institutionnel	0,72	1	0,92	1	-2,879***	-2,764***
Bloc Entreprise	0,64	1	0,89	1	-2,367**	-2,298**
Bloc Famille	0,49	1	0,52	0	-0,987	-0,873
Prise de contrôle avant le rachat	0,65	1	0,61	1	1,005	0,996
<b>Panel B: Performance</b>						
Impôts	1,50	1,45	1,48	1,32	1,251	1,197
Effet de Levier	1,63	1,60	1,65	1,75	-1,145	-1,126
Free Cash Flow	5,26	5,21	4,83	4,53	2,746***	2,684***
Q ratio	0,77	0,71	1,53	1,44	-4,456***	-4,067***
Q1/Q2	0,85	0,78	1,15	1,09	-3,818***	-3,534***
Q1/Q3	0,81	0,72	1,26	1,21	-4,257***	-4,127***
LQ*HFCF	0,46	0,41	0,33	0,27	2,224**	2,158**
PER	13,24	12,76	28,65	27,54	-3,547***	-3,468***
Liquidité	1,45	1,26	2,01	1,89	-2,652***	-2,592***

PtoP : Public to Private

EDC : Echantillon de contrôle

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{23}$  (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini

<sup>23</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ;**LQ\*HF**CF: Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ;**PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ;**PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ;**L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Concernant le panel A, le Bloc Institutionnel et le Bloc Entreprise sont deux éléments majeurs qui caractérisent les opérations de Public to Private. Nous remarquons que le Bloc Institutionnel est le facteur clé du bloc contrôle. Il est à la fois le plus élevé de ce panel mais aussi le plus élevé par rapport aux autres zones géographiques. Ceci peut se comprendre par le fait que le bloc Institutionnel comprend en outre les sociétés de Private Equity, qui sont aux Etats-Unis largement développées et investissent énormément dans ces sociétés. Le Bloc Famille ne semble pas expliquer les PtoP aux Etats-Unis à l'instar du Royaume-Uni. La prise de contrôle est aussi un élément caractéristique des Public to Private aux Etats-Unis. Le résultat obtenu est le plus élevé des quatre zones. Dans le cas des Etats-Unis, nous ne pouvons pas invoquer le manque de croissance qui fait que des sociétés n'arrivent pas à atteindre leur niveau de développement, car c'est un pays, qui malgré la crise, est un moteur pour la croissance. Nous pouvons néanmoins justifier ce constat par le fait qu'aux Etats-Unis beaucoup de créations de sociétés sont réalisées, mais beaucoup aussi ont des difficultés financières et elles se font souvent racheter au lieu de disparaître.

Concernant le panel B, nous remarquons aussi que le niveau des Free Cash Flow, les perspectives de croissance, la sous-évaluation et le niveau de liquidité sont tous les quatre des facteurs importants. Notons que les résultats sont plus élevés que ceux que nous avons constatés à la fois pour l'Europe et pour le Royaume-Uni. Par ailleurs, l'effet de levier est plus faible pour les sociétés en Public to Private que pour les sociétés restées en bourse. Ce constat s'applique aussi pour l'Europe et le Royaume-Uni.

#### 4. L'Asie

Tableau n°18 : Résultats de l'analyse univariée pour l'Asie (48 observations)

<i>Variables</i>	PtoP		EDC		t value	z statistic
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane		
<b>Panel A: Propriété et Contrôle</b>						
Part Managériale	0,61	1	0,78	1	-2,662***	-2,687***
Bloc Institutionnel	0,62	1	0,85	1	-3,005***	-2,954***
Bloc Entreprise	0,63	1	0,79	1	-2,458**	-2,397**
Bloc Famille	0,53	0	0,55	0	-0,789	-0,654
Prise de contrôle avant le rachat	0,65	1	0,62	1	1,205	1,117
<b>Panel B: Performance</b>						
Impôts	1,90	1,83	1,60	1,56	3,421***	3,217***
Effet de Levier	1,54	1,72	1,82	1,75	-2,896***	-2,746***
Free Cash Flow	4,23	4,02	3,97	3,83	4,569***	4,327***
Q ratio	0,82	0,73	1,45	1,39	-4,787***	-4,654***
Q1/Q2	0,88	0,81	1,15	1,08	-3,956***	-3,872***
Q1/Q3	0,83	0,70	1,19	1,07	-4,362***	-4,317***
LQ*HFCF	0,42	0,40	0,28	0,25	2,178**	2,113**
PER	16,45	15,92	26,36	25,73	-1,831*	-1,729*
Liquidité	1,49	1,35	2,05	1,88	-2,685***	-2,695***

PtoP : Public to Private

EDC : Echantillon de contrôle

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{24}$  (McConnel et

<sup>24</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; *Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio*: Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; *Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio*: Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; *LQ\*HF*: Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; *PTI: Protection anti rachat*: Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; *PER:Price Earning Ratio*: Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; *L:Liquidité*: Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Concernant le Panel A, le Bloc Institutionnel et le Bloc Entreprise sont tous deux des éléments importants relatifs à la propriété et au contrôle des sociétés en Public to Private. Nous constatons que pour l'Asie, tout comme pour les Etats-Unis, le bloc Institutionnel est le bloc le plus représentatif. Ce constat se justifie aussi par le fait de la montée grandissante des investissements des sociétés en Private Equity. Nous l'avons observé dans le chapitre 3 graphique n° 17 page 129. Le Bloc Famille n'apparaît pas significatif. La prise de contrôle en Asie n'est pas non plus un élément déterminant pour les sociétés en Public to Private. Ceci se justifie par le fait que le développement des Public to Private est encore très récent, ce qui limite l'offre abondante de rachats que les sociétés subissent dans les autres zones géographiques.

Concernant le Panel B, le même constat que les précédents s'applique aussi pour l'Asie. Nous remarquons aussi que le niveau d'impôt en Asie pour les opérations de Public to Private est beaucoup plus élevé que les autres zones. Les sociétés en Public to Private ont un niveau d'impôt supérieur à celui des sociétés de l'échantillon de contrôle. En revanche, les sociétés en Public to Private ont un faible niveau d'effet de levier par rapport à celui des sociétés cotées en bourse. Nous remarquons aussi que cette différence est la plus importante de l'ensemble de notre échantillon. Les tests relatifs à ces deux variables, Impôts et Effet de Levier, apparaissent très significatifs en Asie, contrairement à ce qui était observé dans les autres zones.

## B. Résultats de l'analyse multivariée

Dans le paragraphe précédent, nous avons utilisé l'analyse univariée pour tester les différences de moyennes entre les sociétés en Public to Private et les sociétés de notre échantillon de contrôle avec les différentes variables que nous avons présentées. Toutefois l'analyse univariée ne prend pas en compte l'impact de chaque facteur, elle ne nous permet pas de prendre en considération l'interaction de l'ensemble des facteurs. C'est pour cela que maintenant, nous effectuons une régression logistique binaire pour étudier en détail les motivations qu'ont les investisseurs envers les Public to Private.

**Rappel :** le nom des variables a été abrégé pour cause de lisibilité des tableaux. D'où la significativité des variables :

- ⇒ T : Taxation pour Impôts.
- ⇒ G : Gearing pour Effet de Levier.
- ⇒ M : Managers pour Part Managériale.
- ⇒ I : Institutionnel pour le Bloc Institutionnel.
- ⇒ C : Corporation pour le Bloc Entreprise.
- ⇒ F : Family pour le Bloc Famille.
- ⇒ FCF : Free Cash Flow.
- ⇒ Q : Q ratio
- ⇒ Q1/Q2 : Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant.
- ⇒ Q1/Q3 : Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant.
- ⇒ LQ\*HFCE : interaction entre le niveau des Free Cash Flow et du Q ratio
- ⇒ PTI : Prior Takeover Interest pour Prise de Contrôle avant le rachat.
- ⇒ L : Liquidité

Quatre modèles ont été réalisés dans le but d'éviter les problèmes de corrélation entre les variables. Ces derniers ont été réalisés pour chaque zone géographique.



Nous constatons que les résultats que nous obtenons pour la régression logistique binaire corroborent avec ceux obtenus de notre analyse univariée. Pour cela, nous procédons à quelques observations.

Le modèle 1 prend en compte l'ensemble des variables hormis les trois suivantes : Q1/Q2, Q1/Q3, LQ\*HFCE. Les résultats obtenus sont pour l'ensemble très significatifs pour les quatre zones géographiques étudiées. Nous pouvons ainsi dessiner le profil type d'un PtoP selon les spécificités de chacune.

De manière générale, un faible niveau de concentration du contrôle, un fort niveau des Free Cash Flow, des perspectives de croissance faibles et une sous-évaluation représentent les principales caractéristiques des Public to Private face aux opérations restées en cote boursière. Ces caractéristiques s'appliquent pour l'ensemble de l'échantillon. Maintenant nous précisons les spécificités de chacune.

Quelques différences doivent être notées entre les zones géographiques et notamment avec le continent asiatique qui présente des caractéristiques propres et très significatives dans notre modèle.

Par ailleurs, nous avons vérifié l'existence de la colinéarité entre les variables indépendantes. Cette statistique est donnée lorsque l'on effectue la régression linéaire sous SPSS. Le problème de la multicollinéarité est présent dès lors que cet indice est supérieur à 15. Lorsqu'il dépasse le seuil de 30, la multicollinéarité dans l'échantillon est très importante.

Aucune de nos régressions n'est affectée par la présence de multicollinéarité entre les indicateurs explicatifs. La statistique la plus élevée est égale à 11.53 ce qui est inférieur au premier seuil de 15. Le nombre final de variables indépendantes est de 15.

## 2. L'Europe

Tableau n°19 : Résultats de la régression logistique binaire pour l'Europe (86 observations)

<i>Variables</i>	<b>Modèle 1</b>		<b>Modèle 2</b>		<b>Modèle 3</b>		<b>Modèle 4</b>	
	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value
<b>Taxes</b>								
T	0.1957	1.5731	0.2132	1.6124	0.2065	1.5992	0.2167	1.5674
G	-0.5125	-1.0256	-0.5210	-1.0343	-0.5124	-1.0251	-0.5189	-1.0298
<b>Réalignement des intérêts</b>								
M	-2.0512	-2.6526***	-2.0629	-2.6423***	-2.1532	-3.9857***	-1.9862	-3.5043***
<b>Contrôle</b>								
I	-1.7874	-3.3810***	-1.7683	-3.3553***	-1.7021	-3.3012***	-1.7752	-3.3793***
C	-1.9650	-2.6563***	-1.9556	-2.6410***	-1.9457	-3.5365***	-1.9525	-3.5398***
F	-2.3766	-4.0029***	-2.3697	-3.9897***	-2.3525	-3.9452***	-2.3847	-4.0206***
<b>Free Cash Flow</b>								
FCF	0.0215	2.2104 **	0.0193	2.2261**	0.0012	2.2564**		
<b>Perspectives de croissance</b>								
Q	-0.0123	-2.6875***						
Q1/Q2			-0.0231	-2.4567**				
Q1/Q3					-0.0414	-2.2113**		
LQ*HFCF							0.0342	1.9927**
<b>Anti-rachat</b>								
PTI	0.9121	1.0911	0.8993	1.2620	0.8784	1.1563	0.9172	1.2098
<b>Sous-évaluation</b>								
PER	-0.0474	-2.4237**	-0.0523	-2.4518**	-0.0727	-2.5572**	-0.0813	-2.5315**
L	-0.0327	-2.6653***	-0.0383	-2.6517***	-0.0390	-2.5663**	-0.0378	-2.6446***
<b>Constante</b>								
Constante	1.5432	2.76***	1.5276	2.42**	1.4876	2.39**	1.4904	2.35**
Observations	86		86		86		86	
Pseudo R <sup>2</sup>	22.12		21.54		21.34		21.31	
LR Chi <sup>2</sup>	63.87***		57.43***		55.21***		55.14***	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I: Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C: Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F: Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF: Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q: Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>25</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2: Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3: Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; **LQ\*HFCF:** Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow : Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER: Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L: Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Quelques remarques sont nécessaires avant d'énoncer les résultats.

L'ensemble des résultats corroborent ceux de l'analyse univariée. Avec une régression logistique binaire, nous avons la possibilité d'avoir une interaction entre les variables, ce que nous n'avons pas dans l'analyse précédente. Nous remarquons que l'ensemble de nos variables nous donne des résultats satisfaisants en terme de significativité. Ceci nous conforte dans la construction de notre modèle. Nous observons que les variables opérationnalisant l'économie fiscale ne sont pas significatives, ainsi que la variable relative à la prise de contrôle. Cette non significativité s'applique pour l'ensemble des quatre modèles. Nous constatons que le bloc Contrôle est très significatif pour tous les modèles avec une forte significativité du Bloc Famille (Andres, 2008 ; Faccio et Lang, 2002). Ce constat ne sera pas vérifié pour les autres zones géographiques, ce que nous observerons dans les tableaux suivants (20 à 22). En effet, l'Europe a une structure de propriété différente de celle observée aux Etats-Unis (Faccio et Lang (2002)). De plus, l'actionnariat aux Etats-Unis et au Royaume-Uni est largement dilué contrairement au cas de l'Europe, où il est de nature dominante avec un bloc Famille très présent. Les seules différences entre les modèles testés que nous pouvons noter, sont celles relatives à la partie « Performance ». En effet, on constate

---

<sup>25</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

que la variable caractérisant les perspectives de croissance est davantage significative lorsque le modèle utilise le Q ratio c'est-à-dire le modèle 1. Le modèle 1 utilise le Q ratio qui est significatif à hauteur de 1% contre 5% pour les ratios Q1/Q2, Q1/Q3 et LQ\*HFCE. De même, le niveau de liquidité est plus significatif dans le modèle 1 que dans le modèle 3. Le modèle 1 semble être légèrement plus performant que les autres.

### 3. Le Royaume-Uni

Tableau n°20 : Résultats de la régression logistique binaire pour le Royaume-Uni (108 observations)

<i>Variables</i>	<b>Modèle 1</b>		<b>Modèle 2</b>		<b>Modèle 3</b>		<b>Modèle 4</b>	
	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value
<b>Taxes</b>								
T	0.2352	1.2551	0.2213	1.2656	0.2263	1.2409	0.2152	1.2729
G	-0.4523	-1.0434	-0.4612	-1.0325	-0.4424	-1.0561	-0.4360	-1.0754
<b>Réalignement des intérêts</b>								
M	-1.9956	-2.3675**	-1.9743	-2.3718**	-2.0212	-2.5223**	-2.0466	-2.5312**
<b>Contrôle</b>								
I	-2.1214	-2.5611**	-2.1621	-2.5827***	-2.1545	-2.5763***	-2.2122	-2.6052***
C	-2.0025	-2.4572**	-2.0014	-2.4632**	-2.0114	-2.4859**	-2.1035	-2.5354**
F	-0.9738	-1.1276	-0.9620	-1.1358	-0.9603	-1.1317	-0.9542	-1.1461
<b>Free Cash Flow</b>								
FCF	0.0427	2.2156**	0.0399	2.2214**	0.0454	2.1983**		
<b>Perspectives de croissance</b>								
Q	-0.0214	-2.3326**						
Q1/Q2			-0.0285	-2.2378**				
Q1/Q3					-0.0279	-2.2432**		
LQ*HFCE							0.0193	2.3368**
<b>Anti-rachat</b>								
PTI	1.0188	1.2012	1.0157	1.2234	1.0213	1.1987	0.9259	1.1023
<b>Sous-évaluation</b>								
PER	-0.0989	-2.5816***	-0.0951	-1.9958**	-0.0972	-1.9875**	-0.0914	-1.9616**
L	-0.0571	-2.6125***	-0.0583	-1.9753**	-0.0567	-2.1153**	-0.0593	-1.9807**
Constante	1.3567	2.59***	1.3276	2.45**	1.3095	2.43**	1.3172	2.41**
Observations	108		108		108		108	
Pseudo R <sup>2</sup>	25.79		24.74		24.12		23.85	
LR Chi <sup>2</sup>	62.54***		60.03***		58.53***		55.87***	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ; **I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage.; **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>26</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; **LQ\*HF CF:** Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Les résultats obtenus de la régression logistique binaire pour le Royaume-Uni corroborent aussi ceux de l'analyse univariée. L'ensemble de nos variables sont significatives, même si le Bloc Entreprise a un seuil de significativité inférieur à celui constaté en Europe (5% contre 1%). Nous confirmons aussi notre analyse dans le sens où le Bloc Famille n'apparaît pas significatif pour le Royaume-Uni. Ceci peut se justifier par le fait que le tissu industriel de petites et moyennes entreprises est très faible contrairement à l'Europe.

Le Q ratio de notre modèle 1 n'est pas autant significatif que dans le modèle 1 relatif à l'Europe. Toutefois, ce modèle se distingue encore par rapport aux trois autres modèles dans le sens où la significativité obtenue par les variables de la sous-évaluation et de la liquidité s'avère meilleure que dans les autres. Nous constatons aussi que le modèle 1 présente des caractéristiques statistiques encore meilleures que les trois autres (LR Chi<sup>2</sup>).

---

<sup>26</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

#### 4. Les Etats-Unis

Tableau n°21 : Résultats de la régression logistique binaire pour les Etats-Unis (171 observations)

<i>Variables</i>	<b>Modèle 1</b>		<b>Modèle 2</b>		<b>Modèle 3</b>		<b>Modèle 4</b>	
	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value
<b>Taxes</b>								
T	0.3357	1.1023	0.3462	1.1074	0.3214	1.0986	0.3127	1.0953
G	-0.0256	-1.6234	-0.0305	-1.5016	-0.0312	-1.5838	-0.3150	-1.5779
<b>Réalignement des intérêts</b>								
M	-1.7452	-2.3487**	-1.7562	-2.3518**	-1.6351	-2.4327**	-1.0328	-2.3412**
<b>Contrôle</b>								
I	-1.8304	-2.9932***	-1.8524	-3.0247***	-1.8427	-3.0117***	-1.8621	-3.0397***
C	-1.7353	-2.4951**	-1.7470	-2.5123**	-1.7452	-2.5033**	-1.7322	-2.4819**
F	-0.7521	-1.1078	-0.7427	-1.1394	-0.7468	-1.1325	-0.7241	-1.1626
<b>Free Cash Flow</b>								
FCF	0.0073	3.5318***	0.0094	3.5127***	0.0225	3.1277***		
<b>Perspectives de croissance</b>								
Q	-0.0052	-3.2612***						
Q1/Q2			-0.0037	-3.3568***				
Q1/Q3					-0.0043	-3.3157***		
LQ*HFCE							0.0038	3.2968***
<b>Anti-rachat</b>								
PTI	0.5356	1.1003	0.5632	1.0257	0.5526	1.0531	0.7124	1.0067
<b>Sous-évaluation</b>								
PER	-0.0798	-2.5314**	-0.0813	-2.5231**	-0.0837	-2.5127**	-0.0791	-2.5373**
L	-0.0326	-2.8527***	-0.0318	-2.8578***	-0.0356	-2.8326***	-0.0401	-2.8052***
<b>Constante</b>								
Constante	1.89	2.72***	1.82	2.53**	1.77	2.48**	1.71	2.45**
<b>Observations</b>								
Observations	171		171		171		171	
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>								
Pseudo R <sup>2</sup>	39.87		38.75		38.59		38.21	
<b>LR Chi<sup>2</sup></b>								
LR Chi <sup>2</sup>	66.78***		64.35***		62.31***		60.15***	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ; **I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage.; **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{27}$  (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; **LQ\*HFCF:** Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Les données observées pour l'échantillon des Etats-Unis vont aussi dans le sens des résultats de l'analyse univariée. Les résultats de l'échantillon américain suggèrent plusieurs remarques. Tout d'abord, l'ensemble des modèles donne des résultats extrêmement significatifs. Nous pouvons noter que la variable Free Cash Flow et la variable Q ratio sont toutes les deux significatives à hauteur de 1%. On remarque aussi que les différentes déclinaisons de cette dernière mesure : Q1/Q2, Q1/Q3, LQ\*HFCF, sont aussi très significatives, davantage que celles observées sur les deux échantillons précédents (Europe, Royaume-Uni). Par ailleurs, nous avons observé que l'effet de levier était plus faible pour les sociétés en Public to Private que pour les sociétés de l'échantillon de contrôle. Ce constat était vérifié pour les autres zones géographiques. Toutefois, cette différence n'était pas significative ni pour l'Europe et ni pour le Royaume-Uni, ce constat est le même pour les Etats-Unis. Nous pouvons conclure que les quatre modèles caractérisant l'échantillon américain sont tous très significatifs. Néanmoins, les statistiques du modèle 1 sont de meilleure qualité.

---

<sup>27</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.



## 5. L'Asie

Tableau n°22 : Résultats de la régression logistique binaire pour l'Asie (48 observations)

<i>Variables</i>	<b>Modèle 1</b>		<b>Modèle 2</b>		<b>Modèle 3</b>		<b>Modèle 4</b>	
	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value	Coef	T-Value
<b>Taxes</b>								
T	0.0092	3.0156***	0.0112	2.9734***	0.0217	2.9327***	0.0134	2.9634***
G	-0.0321	-2.7784***	-0.0417	-2.6933***	-0.0393	-2.7352***	-0.0403	-2.6831***
<b>Réalignement des intérêts</b>								
M	-0.0145	-2.4567**	-0.0208	-2.4219**	-0.0617	-2.4452**	-0.0236	-2.3921**
<b>Contrôle</b>								
I	-1.5307	-2.8923***	-1.5520	-2.9253***	-1.5446	-2.9105***	-1.5212	-2.8844***
C	-1.3236	-2.4335**	-1.3305	-2.4476**	-1.3492	-2.4610**	-1.3126	-2.7287***
F	-0.6372	-1.0058	-0.5917	-1.0052	-0.6213	-1.0055	-0.6209	-1.0048
<b>Free Cash Flow</b>								
FCF	0.0356	2.8521***	0.0423	2.8027***	0.0292	2.8394***		
<b>Perspectives de croissance</b>								
Q	-0.0214	-2.8873***						
Q1/Q2			-0.0224	-2.8645***				
Q1/Q3					-0.0327	-2.6928***		
LQ*HFCF							0.0226	2.8754***
<b>Anti-rachat</b>								
PTI	0.6923	1.1782	0.7536	1.1244	0.7247	1.1536	0.7212	1.1231
<b>Sous-évaluation</b>								
PER	-0.0856	-2.2563**	-0.0922	-2.1893**	-0.0961	-2.1739**	-0.0483	-2.0057**
L	-0.0652	-2.6917***	-0.0661	-2.6832***	-0.0656	-2.6882***	-0.0672	-2.6786***
<b>Constante</b>								
Constante	1.82	2.68***	1.78	2.52**	1.72	2.48**	1.65	2.39**
<b>Observations</b>								
Observations	48		48		48		48	
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>								
Pseudo R <sup>2</sup>	37.65		36.56		36.12		35.83	
<b>LR Chi<sup>2</sup></b>								
LR Chi <sup>2</sup>	59.64***		57.32***		58.63***		57.97***	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage.; **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A^{28}$  (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **Q1/Q2:Q1 ratio/Q2 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio deux années avant ; **Q1/Q3:Q1 ratio/Q3 ratio:** Il est défini comme étant le Q ratio une année avant la sortie de la cote divisé par le Q ratio trois années avant ; **LQ\*HF CF:** Interaction des niveaux du Q ratio et des Free Cash Flow :Elle est égale à 1 dès lors que la firme a un niveau en dessous de la médiane du Q ratio et au-dessus du niveau médian des Free Cash Flow, sinon elle est égale à 0 ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Les résultats ci-dessus relatifs à l'échantillon de l'Asie sont pour les quatre modèles très significatifs. Le niveau des Free Cash Flow tout comme ceux des Q ratios sous les différentes variantes s'avèrent comme les Etats-Unis très significatifs, à hauteur de 1%. L'Europe et le Royaume-Uni avaient aussi des résultats satisfaisants mais à un seuil égal à 5%. Le Bloc Contrôle est caractérisé, comme nous l'avons observé dans les tests univariés, par les blocs Institutionnels et Entreprise, le bloc Famille n'étant pas significatif. Le manque de liquidité fait partie d'une des caractéristiques des sociétés asiatiques en Public to Private avec des résultats très significatifs, à hauteur de 1%. Par ailleurs une caractéristique propre à l'échantillon de l'Asie, c'est la significativité des variables opérationnalisant l'hypothèse de l'économie fiscale. En effet, contrairement aux trois autres zones géographiques de notre échantillon, elles sont toutes les deux significatives. Nos quatre modèles s'avèrent très significatifs. Néanmoins, le modèle 1 présente, comme dans les autres zones, des statistiques de meilleure qualité.

---

<sup>28</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

### III. Synthèses des résultats

Les tableaux 15 à 18 nous fournissent les résultats de l'analyse univariée de notre modèle. Les sociétés en Public to Private sont comparées aux sociétés appartenant à l'échantillon de contrôle selon les pays et selon deux catégories : le contrôle de la société et la performance. Nous avons présenté les résultats de notre analyse à l'aide d'un test paramétrique, le t-test et d'un test non paramétrique le test de Wilcoxon (z statistic). Ce dernier représente une alternative non paramétrique au test t de Student reposant uniquement sur l'ordre des observations relatives aux deux échantillons.

Le panel A de chaque tableau selon les zones géographiques étudiées présente la moyenne de toutes les variables qui mesurent la concentration de la propriété et le contrôle effectué au sein de la société, avec la propriété managériale, le bloc institutionnel, le bloc entreprise, le bloc famille comme variables.

Le panel B de chaque tableau selon les zones géographiques présente la moyenne de toutes les variables concernant la performance des sociétés en PtoP et des sociétés cotées en bourse avec le niveau d'impôts, l'effet de levier, le montant des Free Cash Flow, les perspectives de croissance mesurées par le Q ratio, la sous-évaluation mesurée par le ratio du Price Earning Ratio (PER) et la liquidité.

#### A. Economie Fiscale

Tout d'abord, nous remarquons qu'il y a une preuve incontestée concernant le niveau des impôts et l'effet de levier. En effet, nous observons que les firmes en Public to Private ont un niveau d'imposition plus élevé que les sociétés cotées en bourse. De plus, l'effet de levier des sociétés en Public to Private est plus faible que celui des sociétés de l'échantillon de contrôle. Cette analyse confirme bien notre hypothèse 1. Toutefois, ces deux variables ne sont pas significatives. Seule l'Asie présente un fort niveau d'impôt et un faible niveau d'effet de levier. Ces deux variables sont significatives à hauteur de 1%.

Comme nous l'avons précisé dans les paragraphes précédents, l'analyse de la régression multiple binaire prendra en compte l'interaction de l'ensemble de nos variables, nous pourrons ainsi observer les résultats trouvés.

## B. Réalignement des intérêts

De manière générale, nous constatons que le réalignement des intérêts fait partie d'une des raisons qui incitent les sociétés à sortir de la bourse. En effet, les managers au sein des Public to Private sont moins représentés (0.65 contre 0.85 pour les sociétés de l'échantillon de contrôle en Europe ; 0.51 contre 0.68 pour le Royaume-Uni ; 0.54 contre 0.62 pour les Etats-Unis ; 0.61 contre 0.78 pour l'Asie) ce qui prouve que la société n'est pas dirigée de manière efficiente et ceci entraîne des coûts de surveillance importants. Par conséquent, une présence plus forte des managers au sein des sociétés permettra de réaligner les intérêts entre les acteurs de la société.

## C. Contrôle

Concernant le contrôle, trois blocs sont étudiés : le bloc institutionnel, le bloc entreprise, et le bloc famille. L'ensemble de ces trois blocs est moins présent dans l'échantillon de PtoP comme nous le montre les résultats de l'analyse univariée. La présence d'un contrôle important sera un des éléments essentiels au succès des Public to Private, elles seront ainsi mieux dirigées. Toutefois nous remarquons que le bloc Famille est davantage présent dans les opérations de Public to Private de la zone Europe par rapport aux autres zones géographiques. En effet, cette dernière présente un seuil de significativité à 1% pour le bloc famille, ce qui prouve que ce dernier joue un rôle important dans les transactions de Public to Private. Ce résultat confirme notre analyse dans le sens où l'Europe est la seule zone géographique dans notre échantillon dont le tissu industriel des petites et moyennes entreprises constitue le maillon central de la productivité industrielle. D'où la présence d'un important contrôle au sein des Public to Private afin d'optimiser leur performance. En général, le bloc institutionnel détient la plus grande part et la plus grande significativité. Ceci peut justifier la présence notable des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés. Ainsi, la présence d'un contrôle plus fort permettra à la société d'avoir une meilleure gestion.

## D. Free Cash Flow

En cohérence avec nos attentes, les Public to Private ont un niveau de Free Cash Flow beaucoup plus important que les sociétés en bourse. Ceci indique l'excès de trésorerie que

possèdent ces sociétés. Ce dernier était avant la transaction utilisé à des fins non efficientes par les managers. Ici, les Free Cash Flow permettront de rembourser la dette.

#### E. Perspectives de croissance

Les résultats de l'analyse univariée montrent que les firmes sous forme de Public to Private ont des Q ratios plus faibles que les entreprises restées en bourse, quelque soit la zone géographique. De plus, on remarque aussi que le Q ratio des Public to Private était en baisse par rapport à ceux observés des deux années précédentes (ce résultat est confirmé avec les variables Q1/Q2 et Q1/Q3) alors que les entreprises restées en cote boursière avaient des Q ratios en augmentation. Ceci nous montre que les sociétés en PtoP ont des perspectives de croissance faibles ; par conséquent la sortie de la cote peut être une solution en terme de viabilité. Par ailleurs, les résultats concernant la variable  $LQ*HFCF$  s'avèrent supérieurs pour les Public to Private par rapport aux firmes appartenant à l'échantillon de contrôle. En conclusion, les firmes en PtoP ont la particularité d'avoir des Q ratios faibles et un niveau de Free Cash Flow important.

#### F. Protection anti-rachat

Nous constatons que les sociétés qui font l'objet de prise de contrôle effectives sont davantage incitées à se retirer de la cote. En effet, de peur de se faire racheter, les managers préfèrent sortir de la bourse. Toutefois ce résultat n'est pas significatif dans l'échantillon et ceci quelque soit la zone géographique et quelque soit l'analyse (analyse univariée ou régression logistique binaire).

#### G. Sous-évaluation

Concernant la sous-évaluation, les sociétés en PtoP, comme le décrit notre hypothèse 7, sont davantage sous-évaluées par rapport aux sociétés cotées en bourse. La différence est significative pour l'ensemble des zones géographiques et notamment pour les Etats-Unis qui affichent un seuil de 1%.

## H. Conclusion

En conclusion, on remarque grâce au test de différence de moyennes que la détention des parts par les managers dans les Public to Private et la concentration du bloc contrôle sont beaucoup plus faibles que dans les sociétés restées en cotation boursière. De plus, nous remarquons que le bloc Famille est davantage présent dans les opérations de Public to Private en Europe que dans les opérations de PtoP des autres zones géographiques. Ces résultats renforcent le fait que la structure de la propriété privée des sociétés avant le retrait de la cote présente un plus faible actionnariat de contrôle que les entreprises cotées en bourse d'où l'intérêt de la sortie. Ceci suggère que les investisseurs privés ont envie d'entreprendre des projets dans le secteur privé en vue d'accroître la probabilité de succès de l'opération et de dissuader dans une autre mesure les investisseurs rivaux de s'introduire dans le capital des sociétés afin d'en obtenir les gains (Wright et al., 2007). Ce résultat obtenu sur le contrôle nous confirme l'hypothèse que nous avons émise dans le sens où la présence d'un bloc ou de plusieurs blocs de contrôle au sein des PtoP est un facteur clé de succès.

Nous constatons que les managers détiennent davantage de parts de la société dès lors que la société sort de la bourse. On constate aussi que le bloc institutionnel a davantage de participation dans les Public to Private. Le montant des Free Cash Flow est plus important pour les Public to Private. De plus, la capitalisation boursière de ces dernières a tendance à baisser considérablement, les résultats le confirment, en moyenne le PER aux Etats-Unis est égal à 13 pour les PtoP contre 28 pour les sociétés cotées en bourse.

Quelques remarques peuvent être notées concernant l'Asie, qui représente une zone géographique dont nous n'avons pas de références :

En Asie, nous observons que pour les sociétés en Public to Private :

L'économie fiscale et un faible effet de levier représentent des facteurs décisifs. Ces deux variables sont significatives pour l'ensemble de nos quatre modèles étudiés à un seuil égal à 1%. Ceci est très significatif et montre que le niveau d'imposition est très important en Asie ce qui est une des raisons pour les sociétés à sortir de la bourse.

Nous remarquons que le contrôle exercé par le bloc Famille n'a aucune influence sur la décision d'un Public to Private alors que les deux autres blocs et surtout le bloc institutionnel a une grande importance. L'Asie commence à représenter une part importante

dans la finance mondiale et les institutions qui investissent dans le capital des firmes. Ceci peut être une des raisons qui expliquent la participation grandissante de ces dernières dans le capital des sociétés. De plus, comme nous l'avons souligné dans le chapitre 3, l'évolution du Private Equity en Asie est grandissante au fil des années.

Les sociétés en Public to Private présentent un niveau important de Free Cash Flow avec des perspectives de croissance faibles. Ces deux résultats sont très significatifs. Ceci est cohérent avec notre hypothèse H4. Les Public to Private ont un niveau de Free Cash Flow plus important et des perspectives de croissance plus faibles que les sociétés en bourse. Cependant, l'interaction entre le niveau de FCF et le Q ratio mesuré par la variable  $LQ*HFCF$  nous confirme, que les PtoP ont des perspectives de croissance plus faibles et un niveau de FCF plus élevé sans pour autant être significatif. Concernant cette variable, nous constatons le même résultat pour les quatre zones géographiques de notre échantillon, il existe une différence entre les deux échantillons (Public to Private et Echantillon de contrôle) mais non significative.

De même, nous observons que les opérations de Public to Private présentent une sous-évaluation importante avec une faible liquidité par rapport aux entreprises cotées. Le motif pour lequel elles sont moins liquides peut s'expliquer par le fait que ces sociétés avant le rachat sont moins attractives pour les investisseurs, ils sont moins incités à investir au sein de leur capital par conséquent, celles-ci détiennent moins de liquidité et présentent donc un niveau plus faible. Quant à la question liée à la sous-évaluation, ceci provient d'un problème d'asymétrie informationnelle entre les investisseurs extérieurs et les managers de la société (informations privées).

Les caractéristiques des Public to Private américains sont étroitement proches de celles observées en Asie, ce qui confirmerait notre hypothèse à savoir le comportement convergent asiatique sur celui des Etats-Unis. En effet les Public to Private américains présentent un niveau de FCF assez fort et très significatif par rapport à celles restées en bourse, des perspectives de croissance assez faibles et une sous-évaluation. Le comportement convergent s'explique par le fait que les niveaux de significativité obtenus par les variables pour les échantillons américain et asiatique sont extrêmement proches. Toutefois l'économie fiscale et le niveau de l'effet de levier ne sont pas significatifs pour les Etats-Unis.

Les Public to Private au Royaume-Uni présentent les mêmes caractéristiques que celles constatées pour les Etats-Unis mais avec un seuil de significativité un peu moins élevé. Les

différences obtenues entre les entreprises en Public to Private et les sociétés restées en bourse sont moins importantes que celles constatées aux Etats-Unis : aux Etats-Unis, elles sont davantage sous-évaluées, leurs perspectives de croissance sont plus faibles et le niveau de Free Cash Flow est plus élevé.

Concernant l'Europe, nous remarquons une caractéristique qui lui est propre, celle relative à la présence du bloc Famille. Contrairement aux trois zones géographiques précédentes, le bloc Famille au sein de l'Europe se présente comme étant un facteur important. Cette analyse est intéressante. Parallèlement, dans le chapitre 6, nous observerons si le bloc Famille au sein des opérations de Public to Private en Europe a un impact sur la richesse des actionnaires. Ceci peut se justifier par le fait que le tissu des petites et moyennes entreprises est très fort au sein de l'Europe. Ce constat est confirmé lorsque nous avons présenté dans le chapitre 3 l'ensemble de nos statistiques.

Nous résumons l'ensemble de nos résultats pour en déduire un profil type de Public to Private c'est-à-dire les principales caractéristiques des opérations de PtoP face aux sociétés cotées en bourse et d'autre part un profil type des PtoP selon les zones géographiques étudiées.

Profil type d'un Public to Private d'une part général et d'autre part un profil spécifique aux zones géographiques étudiées :

De manière générale, les opérations qui présentent les caractéristiques suivantes ont de fortes probabilités pour sortir de la cote et réaliser un Public to Private (l'ensemble de ces profils ont été réalisés en se basant sur les résultats obtenus des analyses réalisées dans ce chapitre et en fonction des résultats de l'échantillon de contrôle) :

- ⇒ Faible part managériale au sein des sociétés
- ⇒ Faible représentativité des blocs de contrôle
- ⇒ Importants flux de trésorerie
- ⇒ Faibles perspectives de croissance
- ⇒ Entreprise sous-évaluée
- ⇒ Problème de liquidité (faible liquidité).



Maintenant nous exposons les profils types de Public to Private selon les zones géographiques.

Pour cela, nous prenons en compte uniquement les résultats les plus significatifs de notre étude selon les zones géographiques. La sélection de ces caractéristiques propres à chaque zone a été réalisée en prenant en compte à la fois les résultats de l'analyse univariée et ceux de la régression logistique binaire.

## **IV. Détermination des profils types d'une opération de Public to Private**

### **A. L'Europe**

- ⇒ Faible part managériale au sein des sociétés.
- ⇒ Forte représentativité du bloc Famille.
- ⇒ Faible représentativité du bloc entreprise.
- ⇒ Faibles perspectives de croissance
- ⇒ Faible liquidité.

### **B. Le Royaume-Uni**

- ⇒ Faible part managériale au sein des sociétés.
- ⇒ Faible représentativité du bloc Famille.
- ⇒ Importance des Free Cash Flow.
- ⇒ Faible Q ratio.
- ⇒ Faible liquidité.

### **C. Les Etats-Unis**

- ⇒ Très faible part du bloc Famille.
- ⇒ Importance des Free Cash Flow.
- ⇒ Faible Q ratio.
- ⇒ Faible liquidité.

### **D. L'Asie**

- ⇒ Fort niveau d'imposition : une caractéristique propre à l'Asie (tout comme la variable suivante).
- ⇒ Faible effet de levier.
- ⇒ Faible représentativité du bloc Institutionnel

- ⇒ Importance des Free Cash Flow.
- ⇒ Faible Q ratio.
- ⇒ Faible liquidité.

Les huit motivations des opérations à sortir de la bourse que nous avons recensées ont été testées à la fois avec une analyse univariée et avec une régression logistique binaire. Ceci nous a permis d'identifier les facteurs déterminants de ces transactions. Ainsi les résultats obtenus donnent lieu aux conclusions suivantes :

Concernant l'analyse univariée, nous obtenons les résultats suivants :

- ⇒ Le panel A relatif à la propriété et au contrôle a une forte influence sur les motivations des opérations de Public to Private :
  - Nous remarquons que les managers sont moins présents dans les sociétés qui sortent de la bourse. La variable qui opérationnalisait cette hypothèse, intitulée « Part Managériale » est significative pour l'ensemble des zones géographiques étudiées. Ce point commun est à souligner quelque soit la nationalité ou la provenance de ces sociétés.
  - Concernant le bloc Contrôle, trois catégories ont été distinguées. De manière générale, les blocs de contrôle sont moins présents au sein des Public to Private par rapport aux sociétés restées cotées en bourse. Nous remarquons que la présence du bloc Famille est très faiblement représentée dans les différentes zones géographiques hormis en Europe où les résultats sont supérieurs par rapport aux autres. En effet, nous constatons un résultat de 0.64 en moyenne pour le bloc Famille en Europe contre 0.51 au Royaume-Uni, contre 0.49 aux Etats-Unis, contre 0.53 en Asie.
  - La variable relative à la défense de prise de contrôle de notre hypothèse 6 est positive pour l'ensemble de l'échantillon. Cela signifie que les PtoP font davantage l'objet de prise de contrôle hostile. Cependant, cette variable n'est pas significative et ceci pour aucune des quatre zones.
  
- ⇒ Le panel B regroupe l'ensemble des variables mesurant la performance des Public to Private.
  - Les variables relatives à l'économie fiscale, qui sont le niveau d'imposition et l'effet de levier, ne s'avèrent pas significatives pour notre échantillon excepté pour l'Asie, où les deux variables présentent des résultats significatifs à hauteur de 1%. Même si les résultats ne s'avèrent pas significatifs pour les autres zones géographiques, nous remarquons néanmoins que le niveau

d'imposition des PtoP est plus élevé que celui des sociétés restées en Bourse alors que l'effet de levier est plus faible pour les PtoP. Ceci confirme bien nos attentes.

- Concernant le niveau des Free Cash Flow et les perspectives de croissance mesurées par le Q ratio, nos prévisions sont confirmées : le niveau de Free Cash Flow pour les opérations de PtoP est plus élevé que celui des sociétés cotées en Bourse et le Q ratio est plus faible pour les PtoP. La variable interactive que nous avons introduite (LQ\*HFCE) est aussi significative. Nous remarquons que le niveau de Free Cash Flow est davantage significatif pour les Etats-Unis et pour l'Asie.
- Enfin, la sous-évaluation et le manque de liquidité sont aussi significatives pour l'échantillon, excepté la sous-évaluation pour les firmes asiatiques qui est certes confirmée par les chiffres, mais elle n'est pas confirmée d'un point de vue de la significativité.

Concernant la régression logistique binaire, nous obtenons les résultats suivants :

Notons au préalable que dans le but d'effectuer de manière optimale la régression logistique binaire de notre étude, quatre modèles ont été réalisés pour chaque zone géographique. Le choix de ces quatre modèles se justifie par le fait que les variables que nous avons optées concernant le Free Cash Flow et le Q de ratio présentaient une forte corrélation (Free Cash Flow et LQ\*FCF) puis (Q ratio, Q1/Q2 et Q1/Q3).

Les résultats que nous avons obtenus confirment exactement ceux que nous avons exposés précédemment dans notre analyse univariée.

Les résultats que nous obtenons de notre étude relative à la *phase Motivation* confirment ceux obtenus dans les études précédentes. En effet, les entreprises qui ont une probabilité plus forte de sortir de bourse ont en général un niveau de Free Cash Flow important et des opportunités de croissance faibles (Lehn et Poulsen (1989) ; Opler et Titman (1993)), elles sont confrontées à un problème de conflit entre les managers et les actionnaires (Halpern et al., 1999), elles sont sous-évaluées (Halpern et al., 1999), elles ont une économie fiscale importante dû à la dette (Halpern et al., 1999 ; Kieschnick, 1998) et se caractérisent enfin par une forte présence du bloc Institutionnel au sein du contrôle de la société (Weir et al., 2005).

# Chapitre 5 :

## Tests des hypothèses de la Phase Estimation

Dans ce chapitre, nous testons la *phase Estimation*. Ce chapitre a pour but de présenter l'estimation de la richesse obtenue par les actionnaires.

Comment évaluer la richesse des actionnaires ?, telle est la question à laquelle nous allons répondre dans ce chapitre. Il est d'abord nécessaire de détailler la méthodologie utilisée avant de présenter les résultats et leurs interprétations.

Dans la première partie de notre chapitre, nous exposons la méthodologie employée pour réaliser les tests. Deux mesures nous permettent d'estimer la richesse obtenue par les actionnaires : d'une part la prime et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée. Ces dernières sont très importantes car elles constitueront les variables dépendantes pour les modèles que nous testerons dans le chapitre suivant. Par conséquent, ce chapitre est primordial pour étudier la *phase Impact* que nous étudions ensuite dans le chapitre 6. Dans la méthodologie utilisée, nous avons recours à l'étude d'évènement afin de mesurer la rentabilité anormale moyenne cumulée. Pour cela, nous mesurons les rentabilités anormales pour les différentes sociétés et présentons les résultats des tests statistiques sur la significativité de la RAMC (Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée).

Dans un second temps, nous passons à l'élaboration des tests. Ils sont au nombre de trois :

- ⇒ Test de Kothari et Warner (1997)
- ⇒ T-test (test de Student)
- ⇒ Test de Cowan (1992)

Ces trois tests nous permettent de mesurer la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée. Une méthodologie précise est détaillée dans ce chapitre. A la suite, un test de comparaison de moyenne et un test non paramétrique (Wilcoxon) ont été effectués afin de comparer les différentes rentabilités anormales moyennes cumulées et les primes des quatre zones géographiques.

Dans un troisième temps, nous analysons les résultats afin de les interpréter.

Nous concentrons nos efforts dans ce chapitre sur les points suivants :

- ⇒ Détermination des deux mesures relatives à la richesse obtenue par les actionnaires.
- ⇒ Description précise de la méthodologie employée pour l'élaboration des trois tests cités précédemment.
- ⇒ Résultats obtenus.

Les points forts de ce chapitre se concentrent autour de la méthodologie utilisée :

- ⇒ Etudes d'évènement.
- ⇒ Calculs de la prime et de la rentabilité anormale moyenne cumulée.
- ⇒ Réalisation des trois tests.
- ⇒ Test de comparaison de moyenne et test de Wilcoxon pour évaluer les différences obtenues entre les zones géographiques.

## **I- Méthodologie : Etude d'évènement**

Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre précédent, l'étude d'évènement permet de modéliser l'impact d'un évènement sur les cours boursiers. Dans notre cas, l'étude d'évènement nous permettra de mesurer l'impact d'une annonce d'une opération de Public to Private sur les cours boursiers de la société concernée. La réaction est mesurée par le changement observé sur le cours boursier de la firme autour de la date d'annonce de sa décision. L'annonce prise par la société peut être de différente nature, ici l'annonce se matérialisera par la volonté de la société de sortir de la cote. Pour appliquer l'étude d'évènement, plusieurs précisions d'ordre méthodologique doivent être spécifiées.

### **A. Le principe**

Les tests d'étude d'évènement reposent sur la forme semi-forte de l'efficience des marchés (Lardic et Mignon, 2006). Cette approche permet d'étudier le comportement des cours suite à l'arrivée d'une information publique (ici l'annonce d'une sortie de la cote). Si le marché est efficient au sens semi-fort, l'annonce ne devrait pas avoir d'influence sur les cours car le marché est supposé avoir correctement anticipé l'annonce avant même sa publication. En bref, l'étude évènementielle permet de déterminer l'effet d'un évènement sur les cours, c'est-à-dire que le titre est influencé par l'évènement si ses rendements s'écartent des rendements attendus en l'absence de cet évènement.

Depuis l'étude empirique de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), l'impact d'une opération sur la valeur des entreprises concernées est mesuré par l'intermédiaire d'une étude d'évènement. Selon Campbell, Lo et MacKinlay (1997), la réalisation d'une étude d'évènement peut s'effectuer à travers six étapes :

- ⇒ Définition de l'évènement et date d'annonce.
- ⇒ Sélection des titres.
- ⇒ Détermination des fenêtres d'évènement et estimation des paramètres.
- ⇒ Calcul des rentabilités anormales.
- ⇒ Procédure de test.
- ⇒ Interprétations.



## 1. Définition de l'évènement et date d'annonce

L'évènement à étudier est l'impact d'une annonce d'une sortie de la cote sur les cours boursiers. La séance de bourse durant laquelle intervient cet évènement est appelé : date d'évènement. Par convention, elle correspond à la date  $t = 0$ .

Nous savons que comme le marché est rationnel, tout le contenu de l'information d'un évènement est immédiatement intégré dans le prix de marché (Campbell et al., 1997). Cependant, nous faisons face à un problème dès lors que l'on étudie les Public to Private. En effet, la rentabilité anormale (AR) peut ne pas être comparable du fait de la non uniformité des informations communiquées, c'est la raison pour laquelle deux sous-échantillons doivent être réalisés :

- ⇒ Le premier représente l'annonce initiale qui se présente comme étant une offre recommandée, une intention ferme. Par conséquent, les investisseurs connaissent quel type de PtoP sera créé (MBO, MBI...).
- ⇒ Le second se définit de la manière suivante : l'information atteint le marché en deux étapes, il y a une communication initiale d'une transaction imminente qui va se réaliser (évènement 1) mais l'annonce du type de PtoP sera divulguée ultérieurement (évènement 2).

Plusieurs recherches antérieures prennent en compte la deuxième date (évènement 2) comme date d'évènement. Le fait de ne retenir qu'une des deux dates conduit à des résultats biaisés du fait que l'annonce initiale (évènement 1) a un impact important sur le cours de l'action. L'évènement 2 peut être considéré comme une correction de l'évènement 1.

Par conséquent, une analyse complète de la richesse des actionnaires requiert la définition de deux évènements :

- ⇒ Evènement 1 : la première annonce d'une prise de contrôle peut amener à une opération de PtoP.
- ⇒ Evènement 2 : la première annonce identifie une proposition de *going private*.

## 2. Sélection des titres

Dès que l'évènement a été identifié, il faut sélectionner les titres à inclure dans l'étude. Dans notre cas ces titres sont représentatifs des sociétés sélectionnées. Ils sont issus de la base de données Datastream, qui recense toutes les sociétés non cotées. La périodicité des titres retenue est journalière. Cette méthode a aussi été retenue dans les autres études de ce type d'opération (Kaplan, 1989 ; Renneboog, Simons, Wright, 2006). Cette sélection s'effectue pour l'ensemble de nos 413 sociétés de Janvier 2000 à Janvier 2007.

## 3. Fenêtre d'évènement

La fenêtre d'évènement représente la période autour de la date d'annonce. Elle comprend la date d'annonce plus quelques jours avant et après l'annonce. La prise en compte des jours précédents et suivants l'annonce se justifie de la manière suivante :

- ⇒ Période pré annonce : elle permet de prendre en compte les éventuelles anticipations des investisseurs sur l'évènement.
- ⇒ Période post annonce : elle correspond au temps nécessaire pour que le marché puisse réagir aux informations arrivées après l'annonce officielle de l'évènement.

Cette fenêtre d'évènement ne doit pas être trop longue car celle-ci pourrait réduire significativement le pouvoir des tests statistiques (Brown et Warner, 1985). Cependant, Ryngaert et Netter (1990) soulignent que les impacts significatifs d'un évènement ne sont souvent observés que pendant une courte durée.

Dans la littérature, nous observons que la longueur de la fenêtre d'évènement varie selon les auteurs et les études réalisées. Pour cela, nous avons réalisé un tableau récapitulatif des principales études :

Tableau n° 23: Fenêtres d'études de la rentabilité anormale moyenne cumulée sur des échantillons d'opérations de Public to Private

Études	Périodes/Pays	Fenêtres d'étude	Observations
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 (USA)	-1,0 jours -10,+10 jours	<b>72</b> <b>72</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1985 (USA)	-1,+1 jours -10,+10 jours	<b>244</b> <b>244</b>
Kaplan (1989a)	1980-1985 (USA)	-40,+60 jours	<b>76</b>
Marais, Schipper et Smith (1989)	1974-1985 (USA)	0,+1 jours -69,+1 jours	<b>80</b> <b>80</b>
Andres, Betzer et Hoffmann (2003)	1996-2002 (Europe)	-1,+1 jours -15,+15 jours	<b>99</b> <b>99</b>
Renneboog, Simons et Wright (2006)	1997-2003 (UK)	-1,0 jours -5, +5 jours -40, +40 jours	<b>177</b> <b>177</b> <b>177</b>

Nous constatons que les fenêtres d'études relativement proches de l'annonce ont beaucoup été étudiées, peu de fenêtres de longue amplitude ont été retenues. Nous remarquons aussi que dans la plupart des cas plusieurs fenêtres d'étude sont étudiées. Les signes « - » et « + » représentent les jours pré et les jours post annonce. On peut aussi noter que généralement la fenêtre d'étude est souvent étendue sur plusieurs jours, incluant au moins le jour de l'annonce et le jour suivant. Ceci permet de capturer les effets de prix de l'annonce qui se produisent après la fermeture du marché du jour de l'annonce. D'après le tableau n° 23, la plupart des études réalisées utilisent au moins une des fenêtres d'étude proche de la date de l'opération, la faisant varier à un jour précédent l'annonce jusqu'au jour suivant. Ensuite, la deuxième et/ou troisième fenêtre d'étude varie selon les auteurs et selon les périodes étudiées. Dans le cas où seulement deux fenêtres d'étude sont choisies, la seconde est relativement proche de la date d'annonce ; c'est le cas de l'étude réalisée par DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984), celle réalisée de Lehn et Poulsen (1989) et celle de Andres, Betzer et Hoffman (2003). L'étude

réalisée par Renneboog, Simons et Wright (2006) est plus détaillée car elle prend en compte trois fenêtres, ce qui permet d'avoir une vue à la fois plus large et plus précise. Ainsi, au vu des différentes recherches empiriques, nous avons opté pour plusieurs fenêtres d'étude, qui sont au nombre de quatre, à savoir :

- ⇒ 1<sup>ère</sup> fenêtre d'étude : [-1 ; +1]
- ⇒ 2<sup>ème</sup> fenêtre d'étude : [-5 ; +5]
- ⇒ 3<sup>ème</sup> fenêtre d'étude : [-10 ; +10]
- ⇒ 4<sup>ème</sup> fenêtre d'étude : [-20 ; +20]

Ce choix se justifie par les raisons suivantes :

- Nous voulons avoir une vision à court, moyen et long terme.
- La première fenêtre nous permet de mesurer l'impact pratiquement en temps réel, juste autour de l'annonce.
- Les fenêtres suivantes nous permettent d'étudier la réaction du marché aux informations arrivées avant et après l'annonce selon différentes périodes retenues.
- La fenêtre maximale retenue est de vingt jours avant et après l'annonce, elle nous paraît assez longue pour que le marché prenne pratiquement en compte toutes les informations.

#### 4. Fenêtre d'estimation des paramètres

L'estimation des paramètres s'effectue sur la période qui précède l'estimation, cette période est appelée fenêtre d'estimation. La réalisation de cette dernière est nécessaire, dans le sens où elle ne prend en compte aucun évènement de nature à influencer sur les cours d'un titre pendant cette période. Comme nous utilisons le modèle de marché pour estimer la rentabilité dite « normale », la définition de cette fenêtre est nécessaire.

La taille de la fenêtre d'estimation varie selon les études. Habituellement la fenêtre d'estimation est plus longue que la fenêtre d'étude. Nous prenons une étude récente dans ce domaine, celle de Renneboog, Simons et Wright (2006), où les auteurs ont opté pour une

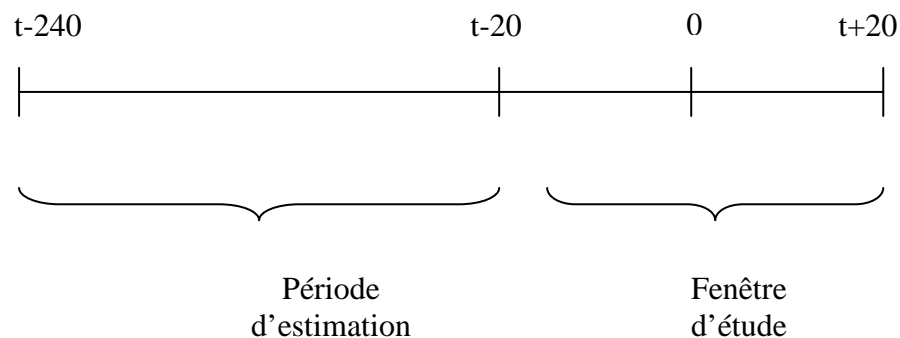
période égale à  $t = -235$  jours à  $t = -41$ . Pour notre étude nous avons choisi de mener l'analyse statistique de la date  $t = -240$  à la date  $t = -20$ .

Ce choix se justifie de la manière suivante :

- ⇒ Cette période a été choisie en amont de toute rumeur pré-annonçant l'opération, ce qui permet de comparer la structure de rendement hors « évènement exceptionnel » à celle post-opération.
- ⇒ Les cours sont supposés pendant cette période « à l'équilibre » par voie de conséquence non affectés par d'éventuelles fuites d'information.

On peut résumer les deux derniers paragraphes de la manière suivante :

Graphique n° 19: Représentation de la période d'estimation et de la fenêtre d'étude



Nous présentons dans le schéma ci-dessus un exemple de modèle de choix de fenêtres. Généralement, la période d'estimation est égale à 120 jours. Toutefois, dans notre étude nous prenons en compte l'évènement 1 et l'évènement 2 comme nous l'avons défini et spécifié précédemment, nous utiliserons par conséquent une période d'estimation égale à 240 jours.

## 5. Rentabilité de référence

La rentabilité anormale d'un titre se définit comme étant la différence entre sa rentabilité observée et sa rentabilité théorique. La rentabilité observée se caractérise par la rentabilité que le titre affiche alors que la rentabilité théorique représente la rentabilité que le titre aurait affichée en l'absence d'évènement. Cette rentabilité de référence peut être déterminée à travers

divers modèles. Cependant, le choix d'un modèle approprié à l'étude effectuée est très important dans le sens où les résultats des tests empiriques en dépendent.

Toutefois quelques remarques peuvent être soulignées :

- ⇒ Selon Brown et Warner (1985), le facteur clé de l'étude d'évènement réside dans la précision de la date d'annonce de l'opération, tandis que le choix de modèles d'évaluation comme le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ou le modèle de marché n'apporte pas vraiment d'améliorations aux résultats obtenus.
- ⇒ Hachette (1991), a aussi testé pour le cas français les trois variantes de la méthode d'étude d'évènement : le modèle de la moyenne, le modèle de marché et la rentabilité du marché dans le but de choisir celle qui est la plus adaptée pour les titres français. Les résultats obtenus semblent être extrêmement proches de ceux constatés par Brown et Warner (1985).

Nous présentons ces trois modèles de la manière suivante :

### 5.1 Constant Mean Return Model appelé Modèle de la Moyenne

Une des règles pour déterminer la rentabilité anormale d'un titre est de calculer la moyenne des rentabilités observées dans le passé du titre en question. L'obtention de cette moyenne se réalise de la manière suivante :

$$\hat{R}_i = \overline{R}_i = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n R_{ij}$$

$\hat{R}_i$  = rentabilité attendue du titre  $i$  à la date  $t$

$\overline{R}_i$  = rentabilité moyenne historique du titre  $i$

$n$  = nombre de périodicités pendant la période d'estimation

Remarquons que la rentabilité anormale est déterminée pendant la période d'estimation lorsqu'aucune information sur l'évènement n'est connue.

La rentabilité obtenue ci-dessus sera retenue pour calculer ensuite la rentabilité anormale (RA ou AR<sup>29</sup>), la rentabilité anormale moyenne (RAM ou AAR<sup>30</sup>) et la rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC ou CAAR<sup>31</sup>).

## 5.2 Modèle de marché

Cette méthode est la version la plus proche du MEDAF. La méthodologie fondée sur le modèle de marché a été proposée par Fama et al. (1969). Elle permet de prendre en compte le risque de chaque titre. De plus, la rentabilité théorique des titres est liée à la rentabilité du marché à travers un coefficient de proportionnalité, le  $\beta$  propre à chaque titre. L'utilisation de ce modèle requiert une période d'estimation qui devra être pré-définie. Les paramètres du modèle de marché seront estimés pendant cette période en faisant une régression linéaire de la rentabilité du titre  $i$  sur la rentabilité de l'indice de marché. Ce modèle se définit de la manière suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  = rentabilité du titre  $i$  à la date  $t$

$\alpha_i$  = rentabilité moyenne représentant les risques spécifiques au titre  $i$

$\beta_i$  = sensibilité du titre  $i$  aux mouvements du marché. Ce coefficient représente le risque systématique associé au titre  $i$

$R_{Mt}$  = rentabilité de l'indice de marché

$\varepsilon_{it}$  = terme d'erreur avec  $\sum(\varepsilon_{it}) = 0$

A la suite de cette régression, nous obtenons les valeurs des estimateurs de  $\alpha_i$  et  $\beta_i$ , notées

$\hat{\alpha}_i$  et  $\hat{\beta}_i$ .

Par conséquent, le calcul de la rentabilité de référence pour le titre  $i$  à la date  $t$  pendant la fenêtre d'évènement sera le suivant :

---

<sup>29</sup> AR : Abnormal Return

<sup>30</sup> AAR : Average Abnormal Return

<sup>31</sup> CAAR : Cumulative Average Abnormal Return

$$\hat{R}_{it} = \bar{R}_i = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n R_{it}$$

### 5.3 Rentabilité du marché

Cette troisième méthode est la plus simple car elle considère que la rentabilité de marché est égale à la rentabilité de référence. Ainsi, le rendement attendu pour le titre  $i$  à la date  $t$  durant la fenêtre d'évènement représente la rentabilité de l'indice de marché à cette date d'où :

$$\hat{R}_{it} = R_{Mt}$$

$\hat{R}_{it}$  = rentabilité attendue du titre  $i$  à la date  $t$

$R_{Mt}$  = rentabilité de l'indice du marché à la date  $t$

De l'ensemble de ces trois modèles nous optons pour le modèle de marché. En effet, nous choisissons le modèle de marché afin de déterminer les rentabilités anormales des sociétés de notre échantillon.

Ce choix se justifie de la manière suivante :

- ⇒ C'est un modèle très fréquemment utilisé pour les recherches empiriques dans ce domaine.
- ⇒ Il permet de prendre en compte les risques spécifiques et systématiques des titres.
- ⇒ Il est simple d'utilisation car aucune hypothèse additionnelle sur les coefficients ne doit être ajoutée.
- ⇒ C'est une bonne approximation du MEDAF.
- ⇒ Les deux autres méthodes n'ont pas de fondement théorique.



## 6. Calcul de la rentabilité anormale

Comme nous l'avons évoqué précédemment, la rentabilité anormale de chaque titre à la date  $t$  est calculée en faisant la différence entre sa rentabilité observée et sa rentabilité de référence.

Pour mesurer la rentabilité anormale, nous avons procédé en trois étapes représentées par les trois équations suivantes :

*Equation 1:*

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  représente la rentabilité de la firme  $i$  à l'instant  $t$  (exprimée en pourcentage)

$R_{Mt}$  représente la rentabilité du marché (exprimée en pourcentage)

*Equation 2 :*

$$R_{Mt} = \frac{I_{Mt} - I_{Mt-1}}{I_{Mt-1}}$$

$R_{Mt}$  est la rentabilité du marché à l'instant  $t$

$I_{Mt}$  est l'indice du marché à l'instant  $t$

$I_{Mt-1}$  est l'indice du marché à l'instant  $t-1$

Cet indice, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, variera selon les zones géographiques, voire selon les pays étudiés.

La rentabilité anormale s'obtient de la manière suivante : il suffit de calculer la différence entre la rentabilité observée du titre et la rentabilité estimée du marché.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it})$$

$AR_{it}$  = rentabilité anormale

$R_{it}$  = rentabilité du titre  $i$  à la date  $t$

$\alpha_i$  = rentabilité moyenne représentant les risques spécifiques au titre  $i$

$\beta_i$  = sensibilité du titre  $i$  aux mouvements du marché. Ce coefficient représente le risque systématique associé au titre  $i$

$R_{Mt}$  = rentabilité de l'indice de marché

$\varepsilon_{it}$  = terme d'erreur avec  $\sum(\varepsilon_{it}) = 0$

D'où l'obtention de la rentabilité anormale moyenne de la manière suivante :

$$AAR = \frac{\sum_{t=20}^{T+20} AR}{N}$$

AAR = rentabilité anormale moyenne

AR = rentabilité anormale

N = nombre de firmes dans l'échantillon

## 7. Un résumé

Au final, nous résumons la méthodologie de l'étude d'évènement de la manière suivante :

1. Pour chaque firme il faut trouver la date d'annonce, les prix des actions de chaque société et les valeurs des indices pour la période d'estimation de t-240 à t-20. Ensuite il faut déterminer les rendements des actions et les rendements des indices exprimés en pourcentage. Les régressions ont été réalisées afin de déterminer les paramètres.
2. Pour chaque firme de t-240 à t-20, il faut introduire les paramètres estimés dans l'équation 1. Ceci donnera la rentabilité estimée de chaque firme pour chaque jour sur la fenêtre d'évènement.
3. Ensuite, nous avons déterminé la rentabilité anormale pour chaque firme.
4. Enfin, le calcul de la rentabilité anormale cumulée a été réalisé pour les différentes fenêtres d'études.

### B. Procédure de tests

Pour mesurer et tester le caractère de significativité de la rentabilité anormale moyenne cumulée nous avons procédé à différents tests : un test paramétrique, le test de Kothari et

Warner (1997) spécifique à l'étude de la rentabilité anormale cumulée et enfin un test non paramétrique.

Le test paramétrique peut être envisagé dans la mesure où tous nos échantillons sont de taille assez importante, supérieure à 30 donc l'hypothèse de normalité est respectée.

### 1. Rentabilité anormale moyenne cumulée

Pour tester l'hypothèse nulle où la rentabilité anormale est égale à 0, nous avons recours aux tests employés par Kothari et Warner (1997) où les paramètres des tests sont estimés sur la base de la variance des rentabilités anormales.

En effet, pour tester la significativité de la rentabilité anormale moyenne et de la rentabilité anormale cumulée, Kothari et Warner (1997) décrivent les tests statistiques suivants. La statistique de test pour le jour  $t$  de la fenêtre d'évènement est définie comme suit :

$$tAR_t = \frac{AAR_t}{\sigma AR} \quad (A1)$$

$$\sigma AR = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=E1}^{t=E2} (AAR_t - \overline{AAR})^2}$$

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_j \quad \text{pour } j=1, \dots, N \quad (A2)$$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{T} \sum_{t=E1}^{t=E2} AAR_t \quad (A3)$$

AR représente la rentabilité anormale

AAR représente la rentabilité anormale moyenne

$\sigma$  représente la variance

$E_1$  et  $E_2$  représentent le début et la fin de la fenêtre d'anticipation. T est le nombre de jours ouvrables dans la fenêtre d'étude. Le calcul de la CAR pour  $j=1, \dots, N$  s'obtient de la manière suivante :

$$CAR_{j, t1, t2} = \sum_{t=t2}^{t1} AR_{jt}$$

Où  $t_1$  et  $t_2$  sont respectivement le premier et le dernier jour de la fenêtre d'étude. La CAR des évènements 1 et 2 pour  $j=1, \dots, N$  s'obtient de la manière suivante :

$$CAR^{1+2}_{j,w} = \begin{cases} CAR^1_{j,w,t_1^1,t_2^2} + CAR^2_{j,w,t_1^2,t_2^2} \\ CAR^1_{j,w,t_1^1,t_2^2} \end{cases}$$

$CAR^1_{j,w,t_1^1,t_2^2}$ ,  $CAR^2_{j,w,t_1^2,t_2^2}$  sont les CAR respectives des évènements 1 et 2 avec une fenêtre d'étude notée  $W$ .  $t_1^1, t_2^1$  et  $t_1^2, t_2^2$  représentent le début et la fin des dates des fenêtres d'étude  $W$ .

On obtient la rentabilité anormale moyenne cumulée de la manière suivante :

$$CAAR_{t_1,t_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j,t_1,t_2}$$

Le test statistique de la rentabilité anormale moyenne cumulée est le suivant :

$$tCAAR = \frac{CAAR_{t_1,t_2}}{\sigma AR \sqrt{T_2}} \quad (A6)$$

où  $\sigma AR$  est obtenu par l'équation (A1) et  $T_2$  représente le nombre de jours dans la fenêtre d'étude.

Le second test que nous réalisons est un t-test relatif à la significativité de l'échantillon. Contrairement aux tests statistiques de Kothari et Warner (1997) qui calculent la variance de la rentabilité anormale sur la fenêtre d'estimation, le simple t-test utilise la variance des rendements anormaux induits des évènements, calculée pour chaque jour et pour chaque fenêtre d'étude :

$$t^S AR_t = \frac{AAR_t}{\sigma^S AR / \sqrt{N}}$$

$$\sigma^S AR_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (AR_{jt} - AAR_t)^2}$$

où  $AAR_t$  est défini dans l'équation (A3)

Le test statistique de la rentabilité anormale moyenne cumulée s'obtient de la manière suivante :

$$t^S CAAR = \frac{CAAR_{t1, t2}}{\sigma^S CAAR / \sqrt{N}}$$

$$\sigma^S CAAR = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (CAR_{j, t1, t2} - CAAR_{t1, t2})^2}$$

où  $CAAR_{t1, t2}$  est défini dans l'équation (A6),

$CAR_{j, t1, t2}$  est défini dans l'équation (A4) pour les évènements 1 et 2

dans l'équation (A5) pour les évènements 1+2

Un dernier test pour la rentabilité anormale moyenne cumulée a été employé, cette fois-ci nous estimons un test non paramétrique : le test des signes qui compare la proportion de rentabilité anormale positive autour d'un évènement sur une proportion qui elle, n'est pas affectée par l'évènement (Cowan, 1992).

Cowan (1992) montre que dans les conditions idéales d'économétrie : le test de rang de Corrado (1989) est plus puissant que le test des signes. Cependant, Cowan démontre aussi que le test des rangs est moins bien spécifié sous certaines conditions alors que le test des signes reste correctement spécifié. Par conséquent, nous optons pour le test des signes dans notre modèle.

$$p = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{1}{T} \sum_{t=E1}^{E2} S_{jt} \quad \text{pour } j=1, \dots, N$$

où :

$$S_{jt} = \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases}$$

$E_1, E_2$  et  $T$  sont définis dans l'équation (A2). Le test statistique utilise l'approximation normale d'une distribution binomiale pour le paramètre  $p$ . Si nous définissons  $w$  comme le nombre de rentabilité anormale moyenne positive sur la fenêtre d'étude, le test statistique devient :

$$Z_G = \frac{w - Np}{[Np(1-p)]^{1/2}}$$

Les tests statistiques paramétriques et non paramétriques sont mis en œuvre pour vérifier la significativité de la rentabilité anormale moyenne et de la rentabilité anormale moyenne cumulée. L'hypothèse  $H_0$  à tester est dans ce cas : la rentabilité anormale moyenne cumulée est égale à zéro. Nous nous attendons à une rentabilité anormale moyenne cumulée différente de zéro.

## 2. Prime

Comme autre mesure que la rentabilité anormale moyenne cumulée, l'estimation de la prime permet aussi de mesurer l'impact des transactions de Public to Private sur la richesse des actionnaires. De nombreuses études confirment cette mesure tels que Kaplan (1989a, b), Lehn et Poulsen (1989), Halpern et al. (1999).

Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre précédent, la prime se mesure comme étant le logarithme du prix final offert par la partie acquéreuse, divisé par le cours de la société avant la première annonce (événements 1+2 pour les entreprises dont l'information est communiquée par étapes). La mesure de la prime implique une importante qualité informationnelle pour chaque annonce réalisée pendant le processus de retrait de la cote, c'est-à-dire pendant le processus dit de *going private*. Par conséquent, la prime est calculée sur la période qui comprend la fenêtre de l'évènement 1 et de l'évènement 2.

Toutefois, la réalisation de ce calcul nous confronte à deux problèmes : quelles définitions doit-on utiliser pour choisir le prix final offert et pour choisir le cours de la société avant la première annonce ?

Concernant le prix final, nous utilisons le prix final offert qui permet de réaliser la transaction. Harlow et Howe (1993) utilisent la même opérationnalisation. D'autres méthodes ont été utilisées par Halpern et al. (1999), Lehn et Poulsen (1989). Ils utilisent le dernier prix échangé sur les marchés financiers avant la radiation de la société. Pour eux, ce dernier prix reflète parfaitement la valeur de marché d'une offre de titres. Cependant, comme le remarquent Renneboog, Simons et Wright (2006), le prix final juste avant la radiation ne peut pas refléter de manière rationnelle la « juste valeur » de la société. Ceci s'explique par le fait que les PtoP impliquent un recours massif à l'emprunt et cette offre ne peut pas être déduite du dernier cours boursier.

Le deuxième problème auquel nous faisons face est celui du choix de la date pour le cours de la société avant l'annonce. Pour le résoudre, une période de vingt à quarante jours avant la date d'évènement est choisie, c'est ce que l'on appelle la « fenêtre d'anticipation ». Kaplan (1989a) dans une étude de LBO aux USA, Goergen et Renneboog (2004) dans une étude de fusions acquisitions en Europe, précisent que la fenêtre d'évènement s'étend approximativement à deux mois avant l'annonce initiale. Nous avons donc choisi quarante jours ouvrés.

En résumé, nous optons pour les choix suivants :

- ⇒ Concernant le prix final : nous utilisons le dernier prix offert qui permet d'effectuer la transaction.
- ⇒ Concernant la date relative au cours de la société avant l'annonce : nous utiliserons une fenêtre d'anticipation égale à quarante jours ouvrés.

Nous avons recensé quelques études mettant en perspective le choix pour chaque auteur, des fenêtres d'anticipation :

Tableau n° 24: Fenêtres d'anticipation de la prime sur des échantillons de Public to Private

<b>Etudes</b>	<b>Périodes-Pays</b>	<b>Fenêtres d'anticipation</b>
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 (USA)	<b>40 jours</b>
Lowenstein (1985)	1979-1984 (USA)	<b>30 jours</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1987 (USA)	<b>20 jours</b>
Weir, Laing et Wright (2005a)	1998-2000 (UK)	<b>1 mois</b>
Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994)	1978-1988 (USA)	<b>20 jours</b>
Renneboog, Simons et Wright (2006)	1997-2003 (UK)	<b>1-10-20-40 jours</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (UK)	<b>20-40 jours</b>
	2000-2007 (Eur)*	<b>20-40 jours</b>
	2000-2007 (USA)	<b>20-40 jours</b>
	2000-2007 (Asie)	<b>20-40 jours</b>

\*: (Eur) comprend l'Allemagne, l'Espagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, la Suède.

Nous remarquons d'après le tableau ci-dessus que les fenêtres d'anticipation sont en règle générale égales à 30 jours en moyenne. Ces dernières peuvent parfois varier, comme c'est le cas dans l'étude de Renneboog, Simons et Wright (2006). Pour notre étude, nous avons opté pour deux fenêtres d'anticipation, vingt et quarante jours.

Nous avons testé l'hypothèse nulle où la prime est égale à zéro de la manière suivante : notons que  $P_{j, AW}$  représente la prime, calculée avec une fenêtre d'anticipation notée AW pour chaque firme  $j$ .

$$t_{AW}^P = \frac{\bar{P}_{AW}}{\sigma_{AW} / \sqrt{N}}$$

$$\bar{P}_{AW} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N P_{j, AW}$$

$$\sigma_{AW} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (P_{j, AW} - \bar{P}_{AW})^2}$$

### 3. Comparaison

Cette dernière étape nous permet de comparer les différentes rentabilités anormales moyennes cumulées entre les quatre zones géographiques afin d'observer si la différence est significative ou non. Nous avons réalisé ce test en faisant des groupes par paires. La méthodologie employée est la même que celle utilisée dans le chapitre 4 concernant l'analyse univariée. En effet, nous avons eu recours au test de comparaison de moyenne comme test paramétrique et au test de Wilcoxon comme test non paramétrique.

#### 3.1 Test de comparaison de moyenne

L'objectif de notre recherche est de comparer les différents échantillons entre eux pour en tirer des conclusions. Ce test de comparaison ne se réalise que par paire. Ainsi, la question est de savoir si deux moyennes comparées sont significativement différentes ou non.

Le test de comparaison de moyennes pour notre recherche nous permet :

- ⇒ De tester si les rentabilités anormales moyennes cumulées observées selon les zones géographiques sont significativement différentes ou non.



- ⇒ De tester si les primes selon les zones géographiques et selon les fenêtres d'étude sont significativement différentes ou non.

Remarque : Nous avons effectué ce test pour trois fenêtres d'étude.

### 3.2 Test de Wilcoxon

Le test de Wilcoxon appelé somme des rangs est utilisé pour comparer les caractéristiques de deux échantillons. Ce test représente une alternative non paramétrique au test  $t$  de Student, reposant uniquement sur l'ordre des observations relatives aux deux échantillons.

Ce test nous apporte des éléments de réponse aux questions suivantes :

- ⇒ Est-ce que la forme de deux échantillons étudiés est identique ?
- ⇒ Existe-t-il une différence significative entre les tendances centrales des deux échantillons ?

## II. Résultats

Hormis les tests de comparaison de moyenne et le test de Wilcoxon qui ont été effectués sous SPSS, les autres tests empiriques ont été réalisés sous E-Views.

### A. La rentabilité anormale moyenne cumulée (CAAR)

Les tableaux suivants représentent les résultats obtenus des différents tests statistiques relatifs à la rentabilité anormale moyenne cumulée. Nous avons scindé les trois tests et les quatre zones géographiques. Comme dans la méthodologie employée ci-dessus, nous utilisons deux fenêtres d'anticipation :

- ⇒ L'évènement 1 correspond au premier jour s'il n'y a aucune prise d'intérêt qui pourrait conduire à une opération de Public to Private.
- ⇒ Evènements 1+2 combinent la rentabilité anormale moyenne cumulée des deux évènements à condition qu'il n'y ait pas de chevauchement entre les fenêtres d'études.

Les rentabilités attendues ont été calculées avec le modèle de marché corrigé. Par conséquent, pour plus de lisibilité, nous avons distingué les deux types d'évènement (évènement 1 et évènements 1+2).

Les différents tableaux ci-dessous représentent chacun une zone géographique de notre échantillon. Ils comprennent chacun les quatre fenêtres d'étude que nous avons choisies, la rentabilité anormale moyenne cumulée (CAAR) exprimée en pourcentage ainsi que les trois tests statistiques réalisés et dont la méthodologie a été présentée dans la section précédente.

Nous avons précisé pour chaque zone géographique le nombre de firmes correspondantes.

## 1. Evènement 1

### 1.1 L'Europe (hors Royaume-Uni)

Tableau n° 25: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée pour chaque fenêtre (Observations = 86)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	5.51	4.58***	11.68***	4.52***
[-5,+5]	7.82	4.47***	9.08***	4.55***
[-10,+10]	9.59	3.90***	7.88***	4.55***
[-20,+20]	11.33	3.90***	6.58***	4.56***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 11% pour l'Europe sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

### 1.2 Le Royaume-Uni

Tableau n° 26: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée pour chaque fenêtre (Observations = 108)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	9.90	6.52***	15.57***	6.47***
[-5,+5]	10.24	6.44***	8.81***	6.49***
[-10,+10]	10.87	5.45***	6.61***	6.49***
[-20,+20]	11.93	4.69***	5.13***	6.51***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 12% pour le Royaume-Uni sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

### 1.3 Les Etats-Unis

Tableau n° 27: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée pour chaque fenêtre (Observations = 171)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	24.89	19.71***	29.00***	15.10***
[-5,+5]	25.87	9.42***	16.50***	12.43***
[-10,+10]	27.33	9.33***	12.33***	12.43***
[-20,+20]	29.41	9.32***	9.38***	12.54***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 29% pour les Etats-Unis sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

### 1.4 L'Asie

Tableau n° 28: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée pour chaque fenêtre (Observations = 48)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	10.73	7.52***	7.92***	7.43***
[-5,+5]	12.01	8.46***	8.86***	8.46***
[-10,+10]	19.37	5.33***	5.73***	5.46***
[-20,+20]	20.05	5.12***	5.26***	5.39***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 20% pour l'Asie sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

## 2. Evènements 1+2

### 2.1 L'Europe

Tableau n° 29: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée (Observations = 86)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	8.15	3.78***	16.98***	4.97***
[-5,+5]	10.50	3.17***	12.34***	4.65***
[-10,+10]	11.35	2.90***	9.56***	4.53***
[-20,+20]	12.53	2.20***	7.88***	4.52***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 12% pour l'Europe sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

### 2.2 Le Royaume-Uni

Tableau n° 30: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée (Observations = 108)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	12.10	5.38***	23.78***	6.97***
[-5,+5]	13.74	5.04***	16.36***	6.68***
[-10,+10]	14.07	4.65***	10.32***	6.45***
[-20,+20]	14.93	3.28***	8.01***	6.42***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 15% pour le Royaume-Uni sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

## 2.3 Les Etats-Unis

Tableau n° 31: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée (Observations = 171)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	30.30	17.24***	38.76***	15.57***
[-5,+5]	32.96	7.46***	22.47***	12.89***
[-10,+10]	33.66	7.21***	16.90***	12.40***
[-20,+20]	34.08	6.95***	12.50***	12.51***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 34% pour les Etats-Unis sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

## 2.4 L'Asie

Tableau n° 32: Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée (Observations = 48)

Fenêtres	CAAR (%)	Simple t-stat	K&W t-stat	Gen.sign test
[-1,+1]	11.71	8.35***	12.32***	5.03***
[-5,+5]	16.53	8.16***	11.02***	4.86***
[-10,+10]	25.13	4.87***	6.53***	4.40***
[-20,+20]	26.05	4.08***	8.36***	4.42***

La rentabilité anormale moyenne cumulée s'élève à 26% pour l'Asie sur une fenêtre d'étude égale à [-20 ; +20].

Remarque : \*\*\*, \*\*, \* représentent la significativité des résultats que l'on a obtenu à échelle de 1%, 5% et 10%.

Notons que dans les interprétations réalisées ci-dessous et dans les paragraphes suivants, nous utiliserons à chaque fois les résultats pour les événements 1 et 2 simultanément car lorsque l'on ne considère qu'un des deux événements soit l'évènement 1 soit l'évènement 2, comme le font la plupart des recherches, l'effet de richesse obtenu est biaisé à la baisse.

Quelques remarques doivent être soulignées :

- ⇒ L'Europe a la plus faible rentabilité anormale moyenne cumulée elle est égale à 12% contre 15% pour le Royaume-Uni, 34% pour les Etats-Unis et 26% pour l'Asie sur la fenêtre d'étude [-20 ; +20].
- ⇒ L'Asie obtient un niveau de rentabilité assez élevé. Il est largement supérieur à celui observé au Royaume-Uni.
- ⇒ Les Etats-Unis conservent leur première place avec une rentabilité très élevée tout comme dans les études précédemment réalisées (DeAngelo, Deangelo et Rice, 1984 ; Weir, Laing et Wright, 2005a).
- ⇒ Tous les tests et ceci quelque soit la zone géographique sont largement significatifs.

Les résultats obtenus sont dans la lignée de ceux déjà observés (tableau n°23).

## B. La prime

Le tableau suivant présente les primes exprimées en pourcentage. Elles ont été calculées selon la formule citée dans le chapitre 3. Nous précisons les deux types de fenêtres d'anticipation qui ont été employées. Pour que notre étude soit un peu plus complète nous avons aussi choisi de prendre une fenêtre d'anticipation égale à 20 jours, comme cela a été le cas pour Lehn et Poulsen (1989).

Dans le tableau ci-dessous nous avons respectivement les résultats pour l'Europe (86), le Royaume-Uni (108), l'Asie (48) et les Etats-Unis (171).

Tableau n°33 : Primes obtenues pour chaque zone géographique de l'échantillon

Fenêtres d'anticipation	Obs	Moy	t-value	Min	Max
20 jours	EU	21.57	5.65***	-68.20	93
20 jours	UK	30.43	9.32***	-86.42	108.86
20 jours	Asie	29.32	12.05***	-38.52	109.21
20 jours	USA	35.98	5.92***	-66.10	177.77
40 jours	EU	20.68	4.07***	-68.40	93
40 jours	UK	29.42	8.63***	-87.95	108.86
40 jours	Asie	28.27	11.02***	-38.65	109.21
40 jours	USA	34.30	4.37***	-66.66	177.77

Obs. représente le nombre d'observations.

EU : Europe, UK : United Kingdom : Royaume-Uni, USA : Etats-Unis

Nous avons étudié deux types de fenêtres d'anticipation : 20 et 40 jours. Rappelons qu'une fenêtre d'anticipation est égale au nombre de jours avant la date d'annonce d'une opération de Public to Private. Pour chaque zone géographique étudiée, nous avons recensé le nombre d'observations, la moyenne (Moy), la valeur du  $t$  statistique obtenue du test de Student, le minimum et le maximum.



Les résultats obtenus sont pour l'ensemble très significatifs. Quelques remarques peuvent être ajoutées :

- ⇒ Le niveau des primes obtenu est en relation avec ceux retenus des études antérieures (tableau n°24). Selon DeAngelo et al. (1984) ; Lehn et Poulsen (1989) ; les primes reçues par les actionnaires aux Etats-Unis sont comprises en moyenne entre 33 et 56%.
- ⇒ L'Europe a la prime la moins élevée de l'ensemble de l'échantillon.
- ⇒ L'Asie quant à elle a une prime légèrement inférieure à celle du Royaume-Uni.

Ce résultat peut s'expliquer par le fait que ces opérations se développent de plus en plus en Asie. De même, l'attrait de ces opérations tient par le fait aussi du montant de la prime octroyée aux actionnaires. Cette raison n'est pas la seule mais contribue à être un facteur caractérisant les PtoP. Par ailleurs, comme ce phénomène n'est pas nouveau au niveau mondial, les Etats-Unis et le Royaume-Uni le connaissent depuis plus de vingt ans, les actionnaires ont vu réduire leur appréhension en terme d'investissement par rapport au tout début du développement des PtoP aux Etats-Unis.

De plus, nous remarquons que les résultats obtenus pour la prime sont hiérarchiquement identiques par rapport à ceux de la rentabilité anormale moyenne cumulée dans le sens où :

- ⇒ Les Etats-Unis ont une rentabilité anormale moyenne cumulée et une prime les plus élevées de l'échantillon.
- ⇒ L'Europe a quant à elle, une rentabilité anormale moyenne cumulée et une prime les plus faibles de l'échantillon.

## C. Comparaison

### 1. Test paramétrique

#### 1.1 La Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée

Les tests sont basés sur les résultats obtenus avec les événements 1 et 2.

Tableau n° 34: Test de Student sur la rentabilité anormale moyenne cumulée

Paires	CAAR -20 +20	
	Par.Estimé	t-value
Paire 1: Europe-UK	0,0000	-4,245***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-10,981***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-7,311***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-7,256***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	-9,724***
Paire 6: USA-Asie	0,0000	5,103***

Paires	CAAR -10 +10	
	Par.Estimé	t-value
Paire 1: Europe-UK	0,0030	-3,364***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-10,642***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-5,163***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-5,457***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	-9,112***
Paire 6: USA-Asie	0,0380	3,223***

Paires	CAAR -5 +5	
	Par.Estimé	t-value
Paire 1: Europe-UK	0,0075	-3,988**
Paire 2: Europe-USA	0,0030	-10,766***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-4,844***
Paire 4: UK-USA	0,0020	-4,251***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	-5,973***
Paire 6: USA-Asie	0,0158	6,995***

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

UK : United Kingdom : Royaume-Uni, USA : Etats-Unis

Nous constatons dans le tableau ci-dessus que l'ensemble des résultats, quelque soit la zone géographique étudiée et quelque soit la fenêtre d'étude, est significatif à un seuil de 1%. Nous remarquons aussi que les Etats-Unis ont une rentabilité anormale moyenne cumulée toujours

supérieure. Ceci est vérifié pour l'ensemble des trois autres zones géographiques. Ce résultat est observable dans le sens où lorsque les Etats-Unis font partie du second membre des groupes pairés comme par exemple la paire 4 : UK-USA où le résultat est négatif. Ceci signifie que la rentabilité anormale moyenne cumulée du Royaume-Uni est inférieure à celle des Etats-Unis. Un autre cas peut se présenter comme pour la paire 6 où le résultat est positif ce qui montre que la rentabilité anormale moyenne cumulée des Etats-Unis est supérieure à celle de l'Asie.

## 1.2 La Prime

Tableau n°35 : Test de Student sur la prime

Paires	Prime 20 jours	
	Par.Estimé	t-value
Paire 1: Europe-UK	0,0000	-5,124***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-9,873***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-6,456***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-4,345***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	1,634*
Paire 6: USA-Asie	0,0000	3,765***

Paires	Prime 40 jours	
	Par.Estimé	t-value
Paire 1: Europe-UK	0,0010	-9,031***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-10,834***
Paire 3: Europe-Asie	0,0050	-6,834***
Paire 4: UK-USA	0,0020	-5,987***
Paire 5:UK-Asiae	0,0000	1,756*
Paire 6: USA-Asie	0,0000	8,346***

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

UK : United Kingdom : Royaume-Uni, USA : Etats-Unis

Les résultats obtenus avec la prime s'avèrent identiques à ceux observés avec la rentabilité anormale moyenne cumulée. La prime aux Etats-Unis est supérieure par rapport aux autres pays étudiés, ce qui se caractérise par un signe positif dès lors qu'ils figurent en premier sur le nom du groupe pairé et par un signe négatif lorsqu'ils se situent en seconde position.

On remarque que la prime observée au Royaume-Uni est plus élevée que dans le reste de l'Europe.

## 2. Test de Wilcoxon

### 2.1 La rentabilité anormale moyenne cumulée

Les tests sont basés sur les résultats obtenus avec les évènements 1 et 2.

Tableau n° 36: Test de Wilcoxon sur la rentabilité anormale moyenne cumulée

Paires	CAAR -20 +20	
	Par.Estimé	z-value
Paire 1: Europe-UK	0,0000	-4,024***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-5,566***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-5,436***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-5,125***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	-5,319***
Paire 6: USA-Asie	0,0002	3,129***

Paires	CAAR -10 +10	
	Par.Estimé	z-value
Paire 1: Europe-UK	0,0014	-2,650***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-5,075***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-4,037***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-4,019***
Paire 5:UK-Asie	0,0000	-4,910***
Paire 6: USA-Asie	0,0350	2,103***

Paires	CAAR -5 +5	
	Par.Estimé	z-value
Paire 1: Europe-UK	0,0010	-2,600***
Paire 2: Europe-USA	0,0030	-3,234***
Paire 3: Europe-Asie	0,0070	-3,108***
Paire 4: UK-USA	0,0020	-2,938***
Paire 5:UK-Asie	0,0040	-3,845***
Paire 6: USA-Asie	0,0110	4,669***

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

UK : United Kingdom : Royaume-Uni, USA : Etats-Unis

Ce tableau nous permet de recenser l'ensemble des résultats du test non paramétrique que nous avons utilisé, le test de Wilcoxon. Les résultats que nous avons présentés ci-dessus corroborent ceux obtenus avec le test de comparaison de moyenne.

## 2.2 La prime

Tableau n° 37 : Test de Wilcoxon sur la prime

Paires	Prime 20 jours	
	Par.Estimé	z-value
Paire 1: Europe-UK	0,0000	-3,178***
Paire 2: Europe-USA	0,0000	-4,211***
Paire 3: Europe-Asie	0,0010	-3,657***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-2,985***
Paire 5:UK-Asie	0,0003	1,982*
Paire 6: USA-Asie	0,0008	2,324***

Paires	Prime 40 jours	
	Par.Estimé	z-value
Paire 1: Europe-UK	0,0000	-3,126***
Paire 2: Europe-USA	0,0060	-3,754***
Paire 3: Europe-Asie	0,0000	-2,896***
Paire 4: UK-USA	0,0000	-2,997***
Paire 5:UK-Asie	0,0005	2,096*
Paire 6: USA-Asie	0,0001	2,768***

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

UK : United Kingdom : Royaume-Uni, USA : Etats-Unis

Ce tableau présente les résultats du test de Wilcoxon concernant la prime. Les résultats obtenus sont tous significatifs. De plus, nous obtenons les mêmes résultats et interprétations que ceux effectués pour le test paramétrique réalisé dans le paragraphe précédent. L'Europe a la plus faible prime, les Etats-Unis la prime la plus élevée. L'Asie a quant à elle une prime plus élevée que l'Europe, mais moins élevée que celle du Royaume-Uni (la différence est très faible, elle est égale à un point).

## VI. Interprétations

Dans cette section, nous présentons les résultats obtenus d'une part, par l'étude d'évènement et d'autre part par la prime. Les interprétations réalisées ci-dessous seront réalisées pour chaque test et selon les zones géographiques étudiées.

### A. L'étude d'évènement

L'étude d'évènement a été effectuée selon la méthodologie que nous avons présentée dans la section précédente. Trois tests ont été employés dont un qui est un test non paramétrique (Cowan, 1992). Les principaux résultats de la rentabilité anormale autour de la date d'annonce ont été présentés dans le paragraphe précédent.

Nous avons scindé en deux les résultats permettant de mettre en valeur les deux types d'évènements. Nous avons d'abord étudié les résultats uniquement pour l'évènement 1, qui représente la première date d'annonce dans le cas où la prise de contrôle peut mener à une opération de PtoP et ensuite nous avons joint l'évènement 1 et l'évènement 2.

Notons que pour l'ensemble des tests réalisés, la rentabilité moyenne anormale cumulée a été calculée pour les quatre zones géographiques suivantes : l'Europe, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et l'Asie de 2000 à 2007. Nous avons utilisé différentes fenêtres d'étude afin d'évaluer l'impact de l'annonce d'un PtoP sur la richesse des actionnaires à très court terme  $[-1 ; +1]$ , à court terme  $[-5 ; +5]$ , à moyen terme  $[-10 ; +10]$  et à long terme  $[-20 ; +20]$ .

Nous avons présenté les résultats pour chaque zone étudiée et selon les fenêtres d'études choisies. Pour chacune d'entre elles, la rentabilité moyenne anormale cumulée a été notée en pourcentage.

De manière générale, nous remarquons que l'ensemble des résultats obtenus pour les trois tests retenus sont très significatifs, à hauteur de 1% comme seuil de significativité, ce qui conforte nos résultats avec ceux obtenus des études antérieures. Plusieurs observations doivent être notées :

- ⇒ L'impact de l'annonce d'une opération de Public to Private sur la richesse des actionnaires est d'autant plus significatif que la fenêtre d'étude est proche de la date d'annonce. En effet, nous remarquons que le *t*-stat présente des résultats supérieurs pour la fenêtre [-1 ; +1]. Les probabilités obtenues des *t*-stat sur cette fenêtre pour l'ensemble des zones géographiques sont toutes supérieures à celles des autres fenêtres.
- ⇒ Les résultats obtenus de la rentabilité anormale moyenne cumulée aux Etats-Unis pour l'évènement 1 s'élève à 29% pour la fenêtre [-20 ; +20] et elle est égale à 34% pour les évènements 1 et 2, ce qui est la plus importante de l'ensemble de l'échantillon. La prise en compte des deux évènements permet d'éviter d'une part, d'omettre toute information et d'autre part de biaiser les résultats. En effet, comme on peut le constater, les résultats obtenus entre les deux évènements (évènement 1 et évènements 1+2) diffèrent quelque peu. Les résultats obtenus corroborent ceux des études antérieures.
- ⇒ Les résultats concernant l'Europe sont pour l'ensemble de notre échantillon les plus faibles. En effet, la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la fenêtre [-20 ; +20] est égale à 11% pour l'évènement 1 et à 12% pour les évènements 1 et 2. Ces résultats sont bien en adéquation avec ceux obtenus de Geranio et Zanotti (2007). Ces deux auteurs ont étudié la CAAR de 2000 à 2005 sur les principaux pays européens. Ils obtiennent des résultats comparables aux nôtres. Nous remarquons que, comme les autres zones géographiques, la CAAR augmente avec la taille de la fenêtre choisie. Ainsi, plus la taille de la fenêtre augmente, plus la CAAR exprimée en pourcentage augmente (comme il y a davantage de rentabilité anormale prise en compte, les résultats de la rentabilité anormale moyenne cumulée augmentent par la même). Par ailleurs, nous remarquons que les *t*-stat sont tous significatifs. Ceci s'avère aussi vérifié pour les résultats du test de Kothari et Warner et du test non paramétrique.
- ⇒ Le Royaume-Uni présente des résultats pour les fenêtres [-20 ; +20] pour les deux types d'évènements relativement faibles, de l'ordre de 12% et de 15%, par rapport aux études antérieures et plus particulièrement par rapport à l'étude de Renneboog, Simons et Wright (2006). Ce constat peut s'expliquer de la manière suivante :

- L'étude réalisée est effectuée sur une période très récente de 2000 à 2007.
  - Ceci s'explique aussi par le fait que la période étudiée par ces auteurs était un peu plus antérieure à la nôtre (1997-2003). Cette période pouvait présenter des caractéristiques macro-économiques plus favorables que la nôtre malgré la crise des nouvelles technologies ; des contextes juridiques plus favorables que ceux de maintenant (les réglementations financière et boursière deviennent de plus en plus strictes).
- ⇒ L'Asie est un champ d'expérimentation nouveau, dans le sens où aucune étude n'y a encore été effectuée. Aucune référence ne peut être citée. Quelques constats peuvent toutefois être réalisés :
- D'abord, nous remarquons que les rentabilités anormales moyennes cumulées sont supérieures à celles de l'Europe pour toutes les fenêtres d'étude.
  - Comme nous l'avons souligné précédemment, la prise en compte des deux événements permet d'éviter certains biais. On remarque ainsi que la CAAR de l'Asie autour de l'annonce est relativement importante, de l'ordre de 12%, comparable à celle du Royaume-Uni.
  - On remarque que l'annonce d'une opération de PtoP avant et après, jusqu'à 20 jours avant et 20 jours après, a plus d'impact en Asie qu'au Royaume-Uni. Les chiffres obtenus l'évoquent, on obtient une rentabilité anormale moyenne cumulée de 15% pour le Royaume-Uni et de 26% pour l'Asie. Ceci s'avère aussi véridique si on a recours à une fenêtre d'étude plus petite telles que [-5 ; +5] et [-10 ; +10].
  - L'interprétation de cette dernière observation peut s'expliquer par le fait que le phénomène des Public to Private en Asie est tout nouveau. Les investisseurs sont enthousiastes pour ce nouveau montage financier. De plus, l'Asie a connu, sur la période étudiée, une croissance explosive, des perspectives de niche de croissance importantes, un développement important. Toutes ces raisons peuvent expliquer la naissance et la croissance de plus en plus rapide des opérations de PtoP. On peut le constater sur le graphique que nous avons présenté dans le chapitre 1 (Graphique n° 3 page 19).
  - Les résultats obtenus tendent à converger vers ceux constatés pour les Etats-Unis, même s'ils restent encore inférieurs.



- Notons aussi que tous les résultats obtenus sont significatifs à hauteur de 1% comme seuil de significativité.

Quelques résultats des principales études sont introduits dans le tableau suivant :

Tableau n°38 : Principales études sur la rentabilité anormale moyenne cumulée sur des échantillons de Public to Private

Etudes	Périodes-Pays	Fenêtres d'étude	Nbr d'obs	CAAR
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 (USA)	-1,0 jours	72	<b>22.27%</b>
		-10,+10 jours	72	<b>28.05%</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1985 (USA)	-1,+1 jours	244	<b>16.30%</b>
		-10,+10 jours	244	<b>19.90%</b>
Kaplan (1989a)	1980-1985 (USA)	-40,+60 jours	76	<b>26.00%</b>
Marais, Schipper et Smith (1989)	1974-1985 (USA)	0,+1 jours	80	<b>13.00%</b>
		-69,+1 jours	80	<b>22.00%</b>
Andres, Betzer et Hoffmann (2003)	1996-2002 (EU)	-1,+1 jours	99	<b>15.78%</b>
		-15,+15 jours	99	<b>21.89%</b>
Renneboog, Simons et Wright (2006)	1997-2003 (UK)	-1,0 jours	177	<b>22.68%</b>
		-5, +5 jours	177	<b>25.53%</b>
		-40, +40 jours	177	<b>29.28%</b>
Geranio, Zanotti (2007)	2000-2005 (Allemagne, Espagne, France, Pays-Bas, Italie)	-1 ; +1 jours	106	<b>6.83%</b>
		-5 ; +5 jours	106	<b>14.77%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (UK)	-1 ; +1 jours	108	<b>12.10%</b>
		-5 ; +5 jours	108	<b>13.74%</b>
		-20 ; +20 jours	108	<b>14.93%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (Allemagne, Espagne, France, Pays-Bas, Italie, Suède)	-1 ; +1 jours	86	<b>8.15%</b>
		-5 ; +5 jours	86	<b>10.50%</b>
		-20 ; +20 jours	86	<b>12.53%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (USA)	-1 ; +1 jours	171	<b>30.30%</b>
		-5 ; +5 jours	171	<b>32.96%</b>
		-20 ; +20 jours	171	<b>34.08%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (Asie)	-1 ; +1 jours	48	<b>11.71%</b>
		-5 ; +5 jours	48	<b>16.53%</b>
		-20 ; +20 jours	48	<b>26.05%</b>

Le tableau ci-dessus recense les principales études relatives à la rentabilité anormale moyenne cumulée. Elle est exprimée en pourcentage.

De manière globale, nous remarquons que, même si une comparaison entre les précédentes analyses peut difficilement être effectuée car les fenêtres d'étude sont différentes, les rentabilités anormales en Europe diminuent considérablement. Ce constat s'illustre entre les trois principales études réalisées : celle de Renneboog, Simons et Wright (2006), Geranio, Zanotti (2007) et la nôtre. L'environnement économique, la conjoncture défavorable peut justifier ce constat. En effet, au cours des années, les niveaux de croissance dans les pays développés tendent à diminuer de plus en plus et ces derniers sont confrontés à de multiples bulles spéculatives en peu de temps et en entraînant des crises financières importantes (bulle des nouvelles technologies, bulle de l'immobilier).

## B. La prime

Après avoir analysé les résultats concernant l'étude d'évènement, nous présentons ceux concernant la prime. Rappelons que la prime a été calculée pour l'ensemble des zones géographiques de notre échantillon sur la période 2000- 2007.

D'un point de vue général, nous observons que les actionnaires qui vendent leur action à la dernière offre obtiennent une prime égale à 20% pour l'Europe, 29% pour le Royaume-Uni, 28% pour l'Asie et 34% pour les Etats-Unis sur une fenêtre d'anticipation égale à 40 jours. Les résultats obtenus nous permettent de faire quelques observations :

- ⇒ Les résultats de notre étude sont en général cohérents avec ceux des études antérieures :
  - Aux Etats-Unis, Lehn et Poulsen (1989) montrent que les primes versées aux actionnaires sont égales à 36% sur une fenêtre d'anticipation égale à 20 jours de 1980-1987. Dans notre cas, nous observons aussi une prime égale à 36%.
  - En Europe, Geranio, Zanotti (2007) trouvent une prime égale à 21% ce qui correspond aussi à notre échantillon.
  - Au Royaume-Uni, la prime trouvée par Renneboog, Simons et Wright (2006) est supérieure à celle trouvée dans notre étude. Les raisons explicitées pour l'étude d'évènement s'applique aussi pour la prime. En effet, la période choisie n'est pas la même que la nôtre.

- En Asie, comme aucune étude antérieure n'a encore été réalisée, on constate que la prime est égale à 28% sur une fenêtre d'anticipation de 40 jours. Ce chiffre est assez élevé par rapport à ceux obtenus des autres zones géographiques.
- ⇒ Les résultats expliqués ci-dessus concernant la prime confirment ceux de l'étude d'évènement. Les actionnaires européens obtiennent la prime la plus faible de l'ensemble des zones géographiques étudiées. Les Etats-Unis restent toujours leader avec 34%. En effet, toutes les études concernant l'échantillon américain obtiennent des résultats assez élevés (tableau n°24). L'Asie comme nous l'avons constaté dans les statistiques descriptives et dans l'étude d'évènement, obtient un résultat assez élevé : les actionnaires reçoivent une prime égale à 28%. A l'issue de cette première phase, nous confirmons la convergence du comportement asiatique sur le comportement nord-américain.

Nous recensons dans le tableau suivant les principales études sur la prime :

Tableau n° 39 : Principales études sur la prime sur des échantillons de Public to Private

<b>Etudes</b>	<b>Périodes-Pays</b>	<b>Fenêtres d'anticipation</b>	<b>Nbr d'obs.</b>	<b>Primes</b>
DeAngelo, DeAngelo et Rice (1984)	1973-1980 (USA)	40 jours	72	<b>56.3%</b>
Lowenstein (1985)	1979-1984 (USA)	30 jours	28	<b>56.0%</b>
Lehn et Poulsen (1989)	1980-1987 (USA)	20 jours	257	<b>36.1%</b>
Kaplan (1989a, 1989b)	1980-1985 (USA)	2 mois	76	<b>42.3%</b>
Weir, Laing et Wright (2005a)	1998-2000 (UK)	1 mois	95	<b>44.9%</b>
Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994)	1978-1988 (USA)	20 jours	184	<b>32.9%</b>
Renneboog, Simons et Wright (2006)	1997-2003 (UK)	20 jours	177	<b>41.00%</b>
Geranio, Zanotti (2007)	2000-2005 (Allemagne, Espagne, France, Pays-Bas, Italie)	60 jours	106	<b>21.20%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (UK)	20 jours 40 jours	108 108	<b>30.43%</b> <b>29.42%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (Allemagne, Espagne, France, Pays-Bas, Italie, Suède)	20 jours 40 jours	86 86	<b>21.57%</b> <b>20.68%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (USA)	20 jours 40 jours	171 171	<b>35.98%</b> <b>34.30%</b>
Sannajust (2009)	2000-2007 (Asie)	20 jours 40 jours	48 48	<b>29.32%</b> <b>28.27%</b>

Le tableau n° 39 présente les principales études mesurant la prime octroyée aux actionnaires lors des opérations de Public to Private. D'un point de vue général, nous remarquons la forte

chute du montant de la prime entre le début des années 80 aux Etats-Unis et maintenant. Le début des années 80 aux Etats-Unis était marqué par l'essor des opérations de PtoP, d'où une certaine euphorie autour de ce nouveau type de transaction. Ceci pourrait s'avérer être le même cas pour l'Asie où le milieu des années 2000 a été marqué par le développement intense de ces opérations. En effet, le montant des primes en Asie est assez important (environ 29%) sur une fenêtre d'anticipation de 20 jours.

## C. Comparaison

### 1. La rentabilité anormale moyenne cumulée

Au vu de l'ensemble de ces résultats, nous observons de façon générale que tous les tests sont significatifs à hauteur de 1%. Les groupes de paires ont été pour toutes les fenêtres construits de la même manière, nous réalisons ainsi quelques remarques.

Nos différentes hypothèses émises et nos interprétations se confirment avec le résultat de ces tests. En effet, l'Europe est la zone géographique pour laquelle la rentabilité anormale moyenne cumulée est faible et ceci est valable pour les trois fenêtres d'étude, elle est inférieure à toutes les autres observées. L'impact le plus significatif est celui de l'Asie où ses résultats montrent que les différences constatées avec les autres zones géographiques de l'échantillon s'avèrent très significatives (à hauteur de 1%). Le Royaume-Uni a des résultats moins élevés que ceux des Etats-Unis mais la différence constatée est moins importante que celle observée entre les Etats-Unis et l'Europe. Le comportement anglais convergerait davantage avec celui des Etats-Unis qu'avec celui de l'Europe. L'Asie a des résultats beaucoup plus élevés : ses rentabilités observées sont beaucoup plus élevées que celles de l'Europe et du Royaume-Uni. Nous avons observé dans les résultats du paragraphe précédent que les rentabilités anormales moyennes cumulées en Asie sont extrêmement importantes. Et enfin, les Etats-Unis représentent la seule zone géographique avec des résultats nettement supérieurs aux trois autres. Notons toutefois que cette différence, même très significative (à un seuil égal à 5%), est un peu moins importante avec l'Asie que celle que l'on peut observer entre les autres zones. La différence entre les Etats-Unis et l'Asie se réduit doucement. En effet, nous avons déduit dans les analyses précédentes que l'Asie avait un comportement convergent avec celui des Etats-Unis. Ici, cela se traduit par un seuil de significativité un peu plus faible que celui constaté avec les autres zones (5% au lieu de 1%). Cette observation est vraie pour les deux premières fenêtres d'étude.

Au final, nous constatons que les Etats-Unis présentent des rentabilités anormales moyennes cumulées les plus élevées, suivies de l'Asie, du Royaume-Uni et enfin de l'Europe.

## 2. La prime

Les résultats obtenus concernant la prime sont extrêmement proches de ceux que nous avons présentés précédemment relatifs à la rentabilité anormale moyenne cumulée. Cependant une différence est à noter : la différence concernant la prime du Royaume-Uni et de l'Asie n'aboutit pas à un résultat autant significatif que les autres paires. Le seuil de significativité obtenu n'est que de 10%. Ce constat peut se justifier par le fait que les niveaux de prime entre ces deux zones géographiques sont relativement proches. Malheureusement aucune référence à des études antérieures ne peut être effectuée car c'est la première fois que le continent asiatique est étudié de cette manière là.

Nous conservons le même rang hiérarchique dans le sens où les Etats-Unis ont un niveau de prime le plus élevé de notre échantillon et l'Europe le niveau le plus faible. Une seule petite différence est à noter où le Royaume-Uni a un niveau de prime légèrement supérieur à celui de l'Asie ce qui fait passer le Royaume-Uni en troisième position, ce qui n'était pas le cas pour la rentabilité anormale moyenne cumulée.

Dans les deux cas, la rentabilité anormale moyenne cumulée et la prime, nous constatons que l'Asie a un comportement convergent avec celui des Etats-Unis : leurs résultats sont proches.



Les calculs de la prime et de la rentabilité anormale moyenne cumulée nous ont permis d'estimer la richesse des actionnaires lors des opérations de Public to Private. Ces deux mesures ont subi des tests statistiques afin d'évaluer leur pertinence et de mesurer leur niveau de significativité. Pour cela le test de Kothari et Warner (1997) a été retenu car il permet de tester l'hypothèse nulle où la rentabilité anormale est égale à 0 et où les paramètres des tests sont estimés sur la base de la variance des rentabilités anormales. Un second test a été réalisé, le *t*-test. Contrairement aux tests statistiques de Kothari et Warner (1997) où l'on estime la variance de la rentabilité anormale sur la fenêtre d'estimation, le simple *t*-test utilise la variance des rendements anormaux induits des événements, calculée pour chaque jour et pour chaque fenêtre d'étude. Un test non paramétrique (Cowan, 1992) a été aussi ajouté à ces deux tests afin de confirmer ou non les précédents résultats obtenus. Et enfin, un dernier test est utilisé, un test des signes.

Ces trois tests ont été effectués sur les différentes fenêtres d'étude choisies. Les résultats ont tous été largement significatifs, avec des seuils de significativité à hauteur de 1%. Ceci nous permet de conclure que les rentabilités anormales moyennes cumulées estimées dans notre échantillon sont très significatives et ceci nous permettra ainsi de les intégrer dans le modèle qui fera l'objet du chapitre suivant. Les tests relatifs à la prime sont quant à eux, significatifs.

A la suite de ces différents tests, nous avons choisi d'effectuer des tests de comparaison de moyenne entre les résultats des différentes zones géographiques. Pour cela, nous avons réalisé deux sortes de tests : un test de comparaison de moyenne et un test non paramétrique (symétrique à ce dernier), le test de Wilcoxon. Les zones géographiques ont été classées par paires et elles ont été comparées. Chaque résultat a été significatif. Au vu de ces derniers, quelques conclusions peuvent être déduites :

- ⇒ L'Europe a la rentabilité anormale moyenne cumulée la plus faible : chaque paire constituée avec l'Europe obtient un résultat négatif, ce qui signifie que l'Europe a une rentabilité anormale moyenne cumulée inférieure par rapport à son partenaire étudié dans la paire.
- ⇒ Seuls les Etats-Unis connaissent un résultat positif face à toutes les autres zones géographiques, ce qui signifie que la rentabilité anormale moyenne cumulée est la plus importante.
- ⇒ Concernant l'Asie, où aucune référence n'a encore pu être citée, nous remarquons que la rentabilité anormale moyenne cumulée est très importante (26% sur une fenêtre

[-20 ; +20]). On constate que les résultats tendent vers ceux obtenus aux Etats-Unis, même si ces derniers restent supérieurs.

Les résultats que nous avons décrits ci-dessus relatifs à la rentabilité anormale moyenne cumulée, s'appliquent aussi pour la prime. L'ensemble des tests est significatif. On constate aussi que l'Europe connaît la plus faible prime octroyée aux actionnaires. Ceci peut s'expliquer du fait que les règles en Europe sont plus strictes. L'Asie ne figure plus au second rang en terme de résultats, le Royaume-Uni la dépasse de peu : l'Asie a une prime moyenne de 28% contre 29% pour le Royaume-Uni.

Ce chapitre nous a permis d'évaluer la richesse obtenue par les actionnaires lors des opérations de Public to Private à l'aide de deux indicateurs qui sont la rentabilité anormale moyenne cumulée et la prime.

Ces deux derniers nous seront très utiles pour la construction du modèle de notre chapitre suivant. Ils constitueront pour chaque modèle étudié, la variable dépendante du modèle.

# Chapitre 6 :

## Tests des hypothèses de la Phase Impact

Nous allons présenter dans ce chapitre les résultats concernant la *phase Impact*. Il est d'abord important de rappeler l'objet de cette dernière phase de notre étude. La *phase Impact* est dédiée à l'étude de l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. L'objectif principal est de déterminer quelles sont les motivations qui influent sur la richesse des actionnaires. Pour cela, nous avons recours à la régression multiple qui nous permet de tester l'ensemble de nos huit hypothèses. Elles sont les suivantes :

- ⇒ Hypothèse 1 : Economie Fiscale.
- ⇒ Hypothèse 2 : Réalignement des intérêts.
- ⇒ Hypothèse 3 : Contrôle.
- ⇒ Hypothèse 4 : Free Cash Flow.
- ⇒ Hypothèse 5 : Perspectives de croissance.
- ⇒ Hypothèse 6 : Coûts de cotation.
- ⇒ Hypothèse 7 : Protection anti-rachat.
- ⇒ Hypothèse 8 : Sous-évaluation.

Comme nous l'avons précisé à la fin du chapitre précédent, l'estimation des deux indicateurs de la richesse des actionnaires, à savoir la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée, seront considérées comme nos variables dépendantes. Pour cela, deux modèles seront réalisés pour chaque zone géographique retenue. Nous pourrons ainsi étudier l'impact de la richesse des actionnaires sur les opérations de Public to Private. L'ensemble des tests effectués sont réalisés avec E-Views comme outil économétrique.

L'échantillon comprend 413 sociétés en Public to Private sur la période 2000 à 2007 pour les zones géographiques suivantes : les Etats-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et l'Asie.

En résumé, nous procédons en trois étapes :

- ⇒ D'abord, nous expliquons la méthodologie que nous avons utilisée.
- ⇒ Ensuite nous présentons les résultats.
- ⇒ Enfin nous les interprétons.

# I. Méthodologie : hypothèses et variables

## A. Hypothèses et Variables

Dans ce paragraphe, nous reprenons les huit hypothèses que nous voulons tester. A ces huit hypothèses nous évoquons l'opérationnalisation que nous effectuons pour chacune d'entre elles.

### 1. Economie Fiscale

L'hypothèse 1 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont positivement corrélés à un fort niveau de taxation et négativement corrélés au ratio de levier pour les firmes cibles avant l'opération.

Cette hypothèse prédit que la déductibilité fiscale des intérêts sur les nouveaux crédits d'impôts constitue un enjeu fiscal majeur avant l'opération.

Ainsi, pour tester cette hypothèse nous devons l'opérationnaliser c'est-à-dire trouver les variables les plus appropriées afin de savoir si l'économie fiscale joue un rôle important dans les opérations de Public to Private.

L'économie fiscale sera mesurée de deux manières :

- ⇒ Par le montant des impôts : ce montant est exprimé en pourcentage des ventes afin d'éviter une trop grande dispersion entre les valeurs. La variable est notée « Impôts ».
- ⇒ Par l'effet de levier : il est mesuré en faisant le rapport entre les dettes financières et les fonds propres de la société noté « Effet de Levier ». Modigliani et Miller (1963) montrent qu'une hausse de l'effet de levier augmentera la richesse obtenue par les actionnaires.

Les effets attendus sont les suivants :

- ⇒ Plus le montant des impôts sera important et plus la richesse des actionnaires sera importante.

⇒ Plus l'effet de levier sera important et moins la richesse des actionnaires sera importante. Halpern et al. (1999) ; Weir et al. (2008) observent une significativité concernant l'effet de levier que l'on doit relativiser que ce soit pour le cas américain ou pour le cas anglais.

## 2. Réalignement des intérêts

L'hypothèse 2 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont négativement liés à la détention de part managériale avant la transaction.

Pour tester cette hypothèse, nous avons eu recours à une variable dichotomique. Cette variable sera égale à 1 dès lors que les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% sinon elle est égale à 0 (Renneboog, Simons et Wright, 2006).

Par conséquent, plus les primes payées seront importantes, plus la CAAR réalisée par les entreprises sera importante avec de faibles participations managériales.

## 3. Contrôle

L'hypothèse 3 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont liés de manière négative avec le degré de concentration de capitaux propres détenus par les actionnaires.

L'opérationnalisation de cette hypothèse s'effectuera à l'aide de trois variables dichotomiques. En effet, nous avons distingué trois blocs pouvant influencer le contrôle de la société.

⇒ **Bloc institutionnel** : cette variable est égale à 1 dans le cas où la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation dans la société. Nous avons considéré comme institutionnels les catégories suivantes : les banques, les compagnies

financières, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les instituts de recherche, les autorités publiques ou gouvernementales, les fonds de Private Equity.

⇒ **Bloc Entreprise** : cette variable est égale à 1 quand la part des actionnaires détenue par les dirigeants est au moins égale à 5% de participation dans la société sinon elle est égale à 0.

⇒ **Bloc Famille** : cette variable est égale à 1 quand la part des actionnaires détenue par la famille est au moins égale à 5% de parts de la société si tel n'est pas le cas, la variable est égale à 0.

Les gains attendus des actionnaires sont négativement corrélés avec le degré de concentration des capitaux propres détenus par les actionnaires.

#### 4. Free Cash Flow et Perspectives de croissance

L'hypothèse 4 est la suivante :

Les gains des actionnaires dépendent positivement du niveau des Free Cash Flow avant la transaction.

L'hypothèse 5 est la suivante :

Les gains des actionnaires dépendent négativement du Q ratio de la société avant la transaction.

Pour cette hypothèse, nous avons tout simplement pris en compte la variable Free Cash Flow (rapportée aux ventes) de chaque société de notre échantillon. L'hypothèse relative au Free Cash Flow a été confirmée aussi par Lehn et Poulsen (1989) ; Singh (1990) ; Opler et Titman (1993), contrairement à Servaes (1994), Kieschnick (1998), Halpern et al. (1999), Weir et al. (2005) qui ne soutiennent pas l'hypothèse de Jensen (1986). Nous avons utilisé le Q ratio qui est mesuré de la même manière que dans l'analyse univariée et logistique binaire :

$$Q = \frac{VM + DT - L}{A}$$

où :

VM représente la valeur de marché des capitaux propres de la société

DT représente la dette totale

L représente les liquidités

A représente la valeur de l'actif

## 5. Coût de cotation

L'hypothèse 6 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont positivement liés avec l'économie de coût de cotation dû à la sortie de la cote boursière.

Cette hypothèse indique que les sociétés en *going private* obtiendront des bénéfices grâce à l'élimination des coûts de cotation. Par conséquent l'économie des coûts de cotation sera un enjeu important pour la performance des sociétés en Public to Private. Ceci s'avère d'autant plus vrai que la société en question a un chiffre d'affaires peu élevée dans le sens où les frais fixes liés à la cotation sont les mêmes quelque soit la taille de la société, par conséquent, une société ayant un chiffre d'affaires relativement faible bénéficiera d'une économie de gains en proportion plus élevée qu'une société dont le chiffre d'affaires est très élevé. C'est pourquoi nous avons choisi d'utiliser la variable « taille ». Celle-ci est mesurée en prenant le logarithme du montant des ventes de la société. C'est un indicateur qui nous permet de quantifier la société. Ainsi l'économie de coûts de cotation sera d'autant plus importante que la taille de la société est petite.

## 6. Protection anti-rachat

L'hypothèse 7 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont positivement liés à la pression du marché liée à la prise de contrôle de la société.



Cette hypothèse implique qu'il y a une stratégie de défense pour les sociétés qui se retirent de la cote. La pression venant du marché sur le contrôle de la société entraîne une augmentation du montant des primes.

Pour cela, nous l'étudions grâce à une variable dichotomique qui est la prise de contrôle avant le rachat. Elle sera égale à 1 s'il y a eu une prise de contrôle ou d'intérêt durant laquelle il y a l'annonce de la transaction sinon elle est égale à 0.

## 7. Sous-évaluation

L'hypothèse 8 est la suivante :

Les gains des actionnaires sont d'autant plus élevés que les sociétés sont sous-évaluées et faiblement liquides.

Cette hypothèse s'explique par le fait que plus la différence entre la valeur de marché de la société et la valeur potentielle de celle-ci dans le secteur privé est importante et plus la richesse créée par les Public to Private sera importante.

Pour évaluer la sous-performance des Public to Private, nous avons opté pour le ratio suivant : le Price Earning Ratio (PER) sur une période d'un an avant la transaction du Public to Private jusqu'à un mois avant la première annonce.

Plus la société sera sous-évaluée et plus le ratio PER sera faible. Par conséquent, plus la société est sous-évaluée, plus les gains des actionnaires seront importants.

Pour la liquidité, nous utiliserons la même variable que celle utilisée dans notre analyse univariée et logistique binaire : elle est notée « liquidité ». Les Public to Private sont des sociétés avec des perspectives de croissance faibles et une faible liquidité. On en déduit que plus sa liquidité sera faible et plus la rémunération des actionnaires sera elle aussi faible.

*Pour résumer l'ensemble des variables utilisées pour chaque hypothèse, nous avons réalisé un tableau récapitulatif comprenant les hypothèses de notre modèle, les variables utilisées pour chacune d'entre elles ainsi que les résultats escomptés.*

Tableau n° 40: Récapitulatif des hypothèses et des résultats escomptés

Hypothèses	Opérationnalisation	Résultats escomptés
<b>H1 : Economie Fiscale</b>	Impôts (% des ventes) Effet de Levier (Dettes Financières/ Fonds Propres)	+ -
<b>H2 : Réalignement des intérêts</b>	Part Managériale	-
<b>H3 : Contrôle</b>	Bloc Institutionnel Bloc Entreprise Bloc Famille	- - -
<b>H4 : Free Cash Flow</b>	Free Cash Flow	+
<b>H5 : Perspectives de croissance</b>	Q Ratio	-
<b>H6 : Coûts de Cotation</b>	Taille (Ln (Ventes))	-
<b>H7 : Anti-Rachat</b>	Prise de contrôle avant le rachat (1= oui)	+
<b>H8 : Sous-évaluation</b>	PER (Price Earning Ratio) Liquidité	- +

Ce tableau récapitule l'ensemble des hypothèses que nous testons dans la *phase Impact*. Chaque hypothèse a été opérationnalisée par les variables notées ci-dessus. Nous avons aussi présenté les résultats escomptés en terme de signe pour chacune d'entre elles.

## B. Méthodologie des tests : modèle de régression linéaire multiple

A l'issue de la présentation que nous venons d'effectuer sur les hypothèses et l'opérationnalisation de ces dernières, nous étudions maintenant la méthodologie empirique que nous employons. Nous avons recours à une régression multiple. En effet, comme nous avons pu constater dans le paragraphe précédent, les variables utilisées sont soit des variables quantitatives ou soit des variables prenant la valeur 0 ou 1 (variables de nature qualitative), elles sont dites variables dichotomiques.

Concernant le choix des variables de notre modèle pour effectuer une régression linéaire multiple, nous avons réalisé notre sélection selon deux critères :

- ⇒ Nous avons évincées toutes variables susceptibles d'être corrélées entre elles (tableau n° 41).
- ⇒ Nous avons retenu les variables les plus significatives de nos deux analyses (univariée et logistique binaire). Il faut noter que la plupart de nos résultats nous donnaient des seuils de significativité importants ce qui est encourageant pour la construction de notre modèle.

Dans le domaine des Sciences Economiques, le modèle de régression est largement utilisé par les chercheurs. Ce modèle de régression linéaire permet de déterminer la relation qui existe entre les différentes variables. Il peut être simple ou multiple, dans notre cas il sera multiple étant donné le nombre de variables à tester. Deux types de catégories de variables doivent être distinguées : une variable à expliquer c'est-à-dire la variable dépendante et les différentes variables explicatives c'est-à-dire les variables indépendantes. La variable à expliquer doit être une variable quantitative et continue alors que les variables explicatives peuvent être quantitatives ou qualitatives. Par conséquent, les variables indépendantes peuvent prendre la forme d'une variable dichotomique avec les valeurs 0 et 1, comme c'est le cas dans notre modèle.

Tableau n° 41 : Coefficients de corrélation de rang de Spearman

N = 413	Impôts	Effet de Levier	Free Cash Flow	Q ratio	Q1/Q2	Q1/Q3	Taille	Price Earning Ratio	Liquidité
Impôts	1,00								
Effet de Levier	-0,21	1,00							
Free Cash Flow	0,18	-0,22	1,00						
Q ratio	0,15	0,12	0,17	1,00					
Q1/Q2	0,13	0,11	0,20	0,87	1,00				
Q1/Q3	0,17	0,09	0,19	0,90	0,92	1,00			
Taille	0,17	0,15	0,16	0,14	0,14	0,13	1,00		
Price Earning Ratio	0,07	0,11	0,13	0,16	0,17	0,16	0,10	1,00	
Liquidité	0,05	0,02	0,19	0,13	0,12	0,12	0,09	0,14	1,00

Le surlignage permet de constater la forte corrélation qui réside entre les variables. Nous remarquons que le Q ratio, Q1/Q2 et Q1/Q3 sont les trois variables qui sont corrélées ensemble. Nous ne retiendrons que la variable Q ratio pour effectuer la régression linéaire multiple.

## 1. Définition du modèle

Dans ce modèle nous utilisons les notations suivantes comme c'est souvent le cas :

- ⇒ « Y » représentera la variable à expliquer.
- ⇒ « X » représentera la matrice des variables explicatives (comme nous sommes dans le cas d'un modèle de régression linéaire multiple, plusieurs variables explicatives sont à tester d'où la matrice de ces variables).

Dans notre étude, nous testons deux modèles. Ils seront identiques d'un point de vue de l'échantillon (sa constitution, sa nature), du nombre d'hypothèses et des variables explicatives, le seul point qui changera entre les deux sera le choix de la variable à expliquer notée « Y ». Nous étudions pour chaque zone géographique, à savoir l'Europe, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et l'Asie deux modèles de régression linéaire multiple. Dans un premier temps la variable à expliquer sera représentée par la prime et dans un second temps, elle sera représentée par la rentabilité anormale moyenne cumulée, toutes les deux représentent la richesse obtenue par les actionnaires. Les variables explicatives seront celles que nous avons sélectionnées et présentées dans la section précédente.

Le modèle de régression s'écrit de la manière suivante :  $Y = X * \beta + \varepsilon$

« Y » est un vecteur à N lignes \* 1 colonne, c'est le vecteur des variables dépendantes ou des variables endogènes.

$$Y = \begin{bmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_N \end{bmatrix}$$

« X » est une matrice à N lignes \* (p-1) colonnes qui comprend l'ensemble des variables explicatives ou des variables exogènes. La première colonne de « X » contient les valeurs 1, le nombre de variables explicatives est noté p.

$$X = \begin{bmatrix} 1, X_{11}, \dots, X_{1P} \\ 1, X_{21}, \dots, X_{2P} \\ \vdots \\ 1, X_{N1}, \dots, X_{NP} \end{bmatrix}$$

$\beta$  est un vecteur à (p-1) lignes \* 1 colonne. Il représente les constantes à estimer ou appelé aussi les coefficients de régression qui permettent de déterminer la relation entre « X » et « Y ». Le résultat de ces coefficients nous permet de déterminer leur degré de significativité et de conclure si les variables auxquels ils sont rattachés sont significatives et peuvent ainsi expliquer le comportement de « Y ».

$$\beta = \begin{bmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_P \end{bmatrix}$$

$\varepsilon$  est un vecteur à N lignes \* 1 colonne. Il contient les termes d'erreur.

$$\varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

Cette régression permet d'obtenir les estimateurs des moindres carrés ordinaires. Les coefficients à déterminer  $\beta$  sont estimés en minimisant la fonction de la somme des carrés des erreurs.

$$MIN_{\beta} = \left[ \sum_{i=1}^N (y_i - x_i \times \beta)^2 \right]$$

## 2. Comment juger de la qualité du modèle ?

La qualité d'un modèle est basée sur deux indicateurs obtenus à l'issue de la régression : la statistique F de Fisher-Snedecor (F-Value<sup>32</sup>) et le coefficient de détermination (R Squared<sup>33</sup> et Adjusted R Squared<sup>34</sup>).

Ces deux indicateurs permettent de juger de la qualité du modèle dans son ensemble. Toutefois ils diffèrent car chacun apporte ses précisions.

⇒ La statistique F de Fisher Snedecor permet de déterminer la qualité du modèle dans son ensemble. Elle a pour double objectif de tester d'une part la significativité de la relation entre la variable dépendante et l'ensemble des variables explicatives et d'autre part de vérifier si ces dernières permettent d'expliquer la variation de la première. L'interprétation de cette statistique s'établit de la manière suivante : plus la statistique F est élevée et plus la qualité de la régression est bonne. Par ailleurs, la significativité des coefficients estimés  $\beta_i$  est vérifiée en testant l'hypothèse nulle  $H_0$  contre l'hypothèse alternative  $H_a$ . On peut l'exprimer de cette manière :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_a : \text{au moins un } \beta \neq 0$$

Ainsi l'hypothèse nulle sera rejetée en faveur de l'hypothèse alternative au seuil  $\alpha$  si :

$$F > F_{1-\alpha}(p, n - p - 1)$$

⇒ Le coefficient de détermination, appelé aussi  $R^2$  ou R-Squared, permet aussi d'apprécier la qualité du modèle dans son ensemble. Ce coefficient indique la part de la variation de la variable endogène expliquée par l'ensemble des indicateurs exogènes. Le coefficient de détermination ajusté appelé  $R^2$  ajusté permet de prendre en compte en plus la taille de l'échantillon et le nombre des variables indépendantes dans l'explication de la variation de la grandeur à expliquer. Quelques précisions peuvent être apportées quant à l'interprétation de ces derniers : la valeur du coefficient de

---

<sup>32</sup> Notation utilisée dans les régressions

<sup>33</sup> Notation utilisée dans les régressions

<sup>34</sup> Notation utilisée dans les régressions

détermination ( $R^2$ ) et du coefficient de détermination ajusté ( $R^2$  ajusté) est comprise entre 0 et 1, plus cette valeur est proche de 1 plus le modèle sera de bonne qualité. Le coefficient de détermination ajusté est en règle générale inférieur au coefficient de détermination. Les coefficients de détermination obtenus par les études antérieures sont en général de l'ordre de 35%.

### 3. Limites du modèle

Le modèle de régression linéaire présente quelques limites que l'on doit prendre en compte. En effet, les résultats obtenus des régressions linéaires peuvent être biaisés dès lors que les données de l'échantillon ne satisfont pas certaines conditions telles que le nombre de variables explicatives, la redondance des variables...

Nous avons recensé quatre grandes limites à savoir la linéarité, la corrélation, la multicolinéarité et les valeurs aberrantes.

#### 3.1 La linéarité

Souvent, il est supposé qu'une relation linéaire entre la variable à expliquer et les grandeurs explicatives existe. En fait, cette relation n'est jamais totalement vérifiée. Toutefois les résultats de la régression linéaire restent encore valides dans la condition où les données ne s'écartent pas trop de cette hypothèse. Par conséquent, avant d'effectuer la régression linéaire, il faut vérifier la relation entre ces variables.

#### 3.2 La corrélation

Le choix des variables explicatives présentes dans le modèle est déterminant. En effet, le nombre de variables explicatives et la corrélation entre elles peuvent déterminer la qualité de la régression. Par conséquent, l'objectif à atteindre est d'expliquer la plus grande part de la variation de la variable dépendante par un nombre le plus réduit de variables explicatives afin d'éviter les problèmes de redondance et d'intercorrélation. Ceci améliorera la qualité de la régression.



### 3.3 La multicollinéarité

La multicollinéarité se caractérise par une relation linéaire entre les variables indépendantes. Ceci peut être dû à un problème de redondance entre les variables indépendantes, ou par une utilisation non appropriée d'une variable dichotomique. Notons toutefois que même si la colinéarité entre les variables indépendantes n'est pas tout à fait parfaite les résultats obtenus des régressions sont acceptables. Néanmoins s'il existe dans le modèle une multicollinéarité importante ceci peut avoir des conséquences :

- ⇒ L'écart type sera plus important.
- ⇒ Les  $t$ -stat seront faibles.
- ⇒ La statistique de Fischer sera significative tandis que celle des  $t$ -stat ne le saura pas.

Une des solutions pour détecter la présence de multicollinéarité dans une régression est de calculer les deux indicateurs suivants :

$$VIF(\beta_i) = \frac{1}{(1 - R_i^2)}$$
$$T(\beta_i) = \frac{1}{VIF} = 1 - R_i^2$$

VIF : Variance Inflation Factor : le facteur d'influence de la variance.

Lorsque l'on est en présence d'une multicollinéarité forte, le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est élevé. On peut noter que plus le VIF est important et plus le T sera faible. Néanmoins, aucune valeur seuil n'est fixée pour savoir si le VIF est élevé ou si le T est faible.

Par conséquent, deux autres solutions peuvent être possibles :

- ⇒ La première consiste à éliminer les variables indépendantes qui sont linéairement corrélées.
- ⇒ La deuxième consiste à augmenter la taille de l'échantillon.

### 3.4 Les valeurs aberrantes

On appelle valeurs aberrantes toutes les observations extrêmes. Celles-ci peuvent nuire à la conformité des données et peuvent biaiser les coefficients  $\beta$  en faisant varier la ligne de régression. Ceci aboutirait à des conclusions statistiques inappropriées. Par conséquent, l'exclusion de ces données aberrantes permet d'aboutir à un autre ensemble de coefficients.

#### 4. Hypothèses sur les résidus de la régression

Les données obtenues du modèle de régression linéaire simple sont exploitables et interprétables si elles satisfont certaines conditions portant sur les résidus (Berry W.D., Feldman S., 1985). Elles sont au nombre de quatre : variance constante, normalité, indépendance et moyenne nulle :

- ⇒ **Variance constante** : la valeur de X étant donnée, la variance notée  $\mu_i$  est identique pour toutes les observations. Ceci signifie que les variances conditionnelles de  $\mu_i$  sont identiques. En termes techniques, ceci représente l'hypothèse d'homoscédasticité ou dispersion (scédasticité) égale (homo) ou variance égale. Le terme provient du grec *skedanime* qui signifie disperser. De manière plus simple, on peut formuler la remarque suivante : la variation autour de la droite de régression (qui est la droite de la relation moyenne entre Y et X) est identique pour toutes les valeurs de X ; si X varie, elle n'augmente ni ne diminue.
- ⇒ **Normalité** : les termes d'erreur doivent suivre une loi normale pour pouvoir réaliser les tests statistiques associés à la régression linéaire. Plusieurs tests peuvent être réalisés tels que le test de Kolmogorov-Smirnov, le test de Shapiro, le test d'Anderson Darling...
- ⇒ **Indépendance** : les résidus doivent être indépendants donc aucune autocorrélation et aucune multicolinéarité.
- ⇒ **Moyenne nulle** : cette dernière condition est moins importante que les précédentes. Elle consiste à la moyenne nulle des termes d'erreur. La valeur de X étant donnée, la moyenne ou la valeur espérée du terme d'erreur aléatoire  $\mu_i$  est nulle, autrement dit la moyenne conditionnelle de  $\mu_i$  est nulle.

## 5. Le modèle

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 T + \beta_2 G + \beta_3 M + \beta_4 I + \beta_5 C + \beta_6 F + \beta_7 FCF + \beta_8 Q + \beta_9 S + \beta_{10} PTI + \beta_{11} PER + \beta_{12} L$$

Tableau n° 42 : Définitions des variables

Variables	Définitions
T	Impôts
G	Effet de Levier
M	Part Managériale
I	Bloc Institutionnel
C	Bloc Contrôle
F	Bloc Famille
FCF	Free Cash Flow
Q	Q ratio
S	Taille
PTI	Protection anti-rachat
PER	Price Earning Ratio
L	Liquidité

## II. Résultats

Dans cette section, nous présentons les résultats obtenus des régressions multiples que nous avons employés.

Comme prévu dans la section précédente, nous avons utilisé pour chaque zone géographique un premier modèle avec la prime comme variable dépendante et un deuxième modèle avec la rentabilité anormale moyenne cumulée notée CAAR comme variable dépendante. Ces deux variables reflètent la richesse des actionnaires. Pour cela, nous utiliserons un modèle de régression linéaire multiple où les différents tests réalisés ont été effectués sous E-Views.

De plus, tous les modèles ont été testés pour la présence d'hétéroscédasticité avec le test de White (White, 1980). Les résultats obtenus nous ont permis de conclure que les résultats n'étaient pas biaisés par de la multicollinéarité.

Nous avons synthétisé l'ensemble des résultats de nos régressions dans les tableaux suivants :

## A. L'Europe (hors Royaume-Uni)

Tableau n° 43 : Résultats de l'analyse de la régression multiple pour l'Europe (Observations : 86)

<i>Variables</i>	Model 1 Dep. Var= prime		Model 2 Dep. Var= CAAR	
	Par.Estimés	t-value	Par.Estimés	t-value
Constante	0.3430	8.994***	0.2903	7.557***
<i>Economie Fiscale</i>				
Impôts (% of des ventes)	0.2218	1.501	0.3881	1.135
Effet de Levier	-0.0153	-1.2241	-0.2631	-1.015
<i>Réalignement des intérêts</i>				
Propriété Managériale>25% (1=ooui)	-0.0122	-2.758***	-0.0131	-2.451**
<i>Contrôle</i>				
Bloc Institutionnel>5% (oui=1)	-0.0272	-2.823***	-0.0386	-2.729***
Bloc Entreprise>5% (oui=1)	-0.0213	-2.642***	-0.0253	-2.603**
Bloc Famille >5% (oui=1)	-0.0405	-2.451**	-0.0326	-2.386**
<i>Free Cash Flow</i>				
Free Cash Flow	0.0473	2.132**	0.0503	2.112**
<i>Perspectives de croissance</i>				
Q ratio	-0.0345	-2.356**	-0.0351	-2.331**
<i>Coûts de Cotation</i>				
Taille	-0.0277	-2.565**	-0.0383	-2.556**
<i>Anti-Rachat</i>				
Prise de contrôle avant le rachat (oui=1)	0.1325	0.099	0.1652	0.095
<i>Sous-évaluation</i>				
PER	-0.0203	-2.243**	-0.0187	-2.31**
Liquidité	0.0603	2.735***	0.0611	2.701***
F-Value	6.9721***		6.2705***	
R-Squared	0.2453		0.1875	
Adjusted R-Squared	0.1467		0.1214	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et

Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. ; **Q:Q ratio**: Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>35</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **PTI: Protection anti rachat**: Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER: Price Earning Ratio**: Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L: Liquidité**: Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

De manière générale, nous constatons que les résultats obtenus sont très significatifs. Deux exceptions sont à préciser, celles de l'hypothèse de l'économie fiscale et l'hypothèse de protection anti-rachat.

En effet, nous observons que les variables relatives à l'hypothèse d'économie fiscale (hypothèse 1) ne sont pas significatives toutefois elles présentent les signes attendus. Par conséquent, nous constatons qu'un fort niveau d'imposition et un faible effet de levier auront un impact positif sur la richesse des actionnaires. De même, la variable caractérisant l'hypothèse d'anti-rachat (hypothèse 6) ne semble pas être significative. Cependant, nous observons que le signe attendu est vérifié : les opérations de Public to Private sont des cibles potentielles de prise de contrôle. Ces deux hypothèses ne sont pas des facteurs moteurs de la rémunération des actionnaires. Ces résultats sont identiques pour le modèle 1 et pour le modèle 2, ce qui confirme l'impact nul pour ces deux hypothèses au niveau européen. Notons aussi, un fait que nous avons remarqué lors de notre régression logistique binaire, c'est la présence du bloc Famille qui est, de par les résultats, très significatif. La relation négative existante peut s'expliquer par le fait que le bloc Famille fait pression pour que l'amélioration de la performance de la société ne soit réalisée qu'au moment où elle sera sortie de bourse. L'hypothèse des Free Cash Flow montre à la fois le signe attendu et la significativité de la variable. Nous confirmons qu'un fort niveau de Free Cash Flow a un impact positif sur les gains des actionnaires. Par ailleurs, l'hypothèse liée aux coûts de cotation est significative à hauteur de 5% : l'économie des coûts de cotation sera un facteur qui influe la richesse que les actionnaires obtiennent.

---

<sup>35</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

## B. Le Royaume-Uni

Tableau n° 44: Résultats de l'analyse de la régression multiple pour le Royaume-Uni (observations : 108)

<i>Variables</i>	Model 1 Dep. Var= prime		Model 2 Dep. Var= CAAR	
	Par.Estimés	t-value	Par.Estimés	t-value
Constante	0.3900	3.714***	0.3600	3.583***
<i>Economie Fiscale</i>				
Impôts (% of des ventes)	0.3852	0.461	0.3750	0.534
Effet de Levier	-0.0341	-0.250	-0.0335	-0.43
<i>Réalignement des intérêts</i>				
Propriété Managériale>25% (oui=1)	-0.0347	-2.431**	-0.0350	-2.327**
<i>Contrôle</i>				
Bloc Institutionnel>5% (oui=1)	-0.0334	-2.413**	-0.0385	-2.398**
Bloc Entreprise>5% (oui=1)	-0.0232	-2.245**	-0.0202	-2.215**
Bloc Famille >5% (oui=1)	-0.1023	-1.002	-0.1042	-0.981
<i>Free Cash Flow</i>				
Free Cash Flow	0.0712	2.123**	0.0992	2.312**
<i>Perspectives de croissance</i>				
Q ratio	-0.0623	-2.382**	-0.0631	-2.365**
<i>Coûts de Cotation</i>				
Taille	-0.0097	-2.964***	-0.010	-2.925***
<i>Anti-Rachat</i>				
Prise de contrôle avant le rachat (oui=1)	0.1621	0.126	0.1773	0.120
<i>Sous-évaluation</i>				
PER	-0.0405	-1.958*	-0.0413	-1.925*
Liquidité	0.0516	2.127**	0.0518	2.124**
F-Value	6.5874***		6.4513***	
R-Squared	0.2935		0.2712	
Adjusted R-Squared	0.1752		0.1663	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free**

**Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>36</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Le tableau ci-dessus présente les résultats de la régression multiple pour le Royaume-Uni. De manière générale, nous constatons que le pouvoir explicatif du modèle 1 est supérieur à celui du modèle 1 : 29 % contre 27 %.

Nous remarquons que l'hypothèse de l'économie fiscale (hypothèse 1) ainsi que l'hypothèse d'anti-rachat (hypothèse 6) ne sont pas significatives comme c'est le cas pour l'Europe. Toutefois, les signes attendus ont été confirmés : d'une part une économie fiscale importante et d'autre part un effet de levier faible. Ces deux hypothèses n'obtiennent pas une significativité, nous ne pouvons ainsi confirmer qu'au niveau anglais, elles représentent des facteurs déterminants quant à l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Quelques remarques peuvent être effectuées en terme de différence avec le cas Européen. Nous constatons que la propriété managériale a une importance un peu moins grande pour le Royaume-Uni (résultat significatif à hauteur de 5% contre 1% pour l'Europe). Il en est de même pour l'importance du bloc institutionnel relatif à l'hypothèse de contrôle et pour la liquidité relative à l'hypothèse de sous-évaluation. Enfin un dernier point à souligner, le bloc Famille, qui était significatif à l'échelle européenne, ne l'est pas du tout pour le cas du Royaume-Uni. Ce constat peut être la conséquence de notre précédente observation, à savoir une présence relativement plus faible des petites et moyennes entreprises au Royaume-Uni par rapport à l'Europe. L'hypothèse relative aux coûts de cotation est très significative (le seuil est de 1%), ce résultat est de meilleure qualité que celui obtenu pour l'Europe. Ceci peut s'expliquer par le fait que la taille des sociétés de l'échantillon du Royaume-Uni est inférieure à celle de l'Europe (tableau n°12 p 133). Par conséquent, l'économie sera d'autant plus importante que la taille des sociétés est petite.

---

<sup>36</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.



## C. Les Etats-Unis

Tableau n° 45: Résultats pour l'analyse de la régression multiple pour les Etats-Unis  
(Observations : 171)

	Model 1 Dep. Var= prime Par.Estimés	t-value	Model 2 Dep. Var= CAAR Par.Estimés	t-value
<i>Variables</i>				
Constante	0.5500	4.352***	0.5100	4.227***
<i>Economie Fiscale</i>				
Impôts (% of des ventes)	0.5273	1.101	0.5403	1.005
Effet de Levier	-0.0273	-0.580	-0.0312	-0.552
<i>Réalignement des intérêts</i>				
Propriété Managériale>25% (1=ooui)	-0.0405	-2.569**	-0.0431	-2.463**
<i>Contrôle</i>				
Bloc Institutionnel>5% (oui=1)	-0.0203	-2.993***	-0.0199	-2.963***
Bloc Entreprise>5% (oui=1)	-0.0324	-2.551**	-0.0310	-2.532**
Bloc Famille >5% (oui=1)	-0.2592	-1.167	-0.2503	-1.143
<i>Free Cash Flow</i>				
Free Cash Flow	0.0537	2.835***	0.0592	2.923***
<i>Perspectives de croissance</i>				
Q ratio	-0.0021	-3.456***	-0.0024	-3.452***
<i>Coûts de Cotation</i>				
Taille	-0.0011	-2.078*	-0.0016	-2.067*
<i>Anti-Rachat</i>				
Prise de contrôle avant le rachat (oui=1)	0.3134	0.053	0.3256	0.246
<i>Sous-évaluation</i>				
PER	-0.0227	-2.113**	-0.0213	-2.197**
Liquidité	0.0073	2.862***	0.0078	2.857***
F-Value	8.4568***		8.3576***	
R-Squared	0.4458		0.4354	
Adjusted R-Squared	0.4133		0.3977	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et

Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. ;**Q:Q ratio**: Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>37</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **PTI: Protection anti rachat**: Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ;**PER:Price Earning Ratio**: Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ;**L:Liquidité**: Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Nous remarquons que le pouvoir explicatif est aussi plus significatif pour le modèle 1 que pour le modèle 2, ce qui confirme pour la troisième fois de suite l'importance de la prime comme mesure de la richesse obtenue par les actionnaires.

Trois points clés sont à souligner concernant l'échantillon américain :

- ⇒ Le bloc Institutionnel relatif à l'hypothèse de contrôle est largement significatif, il joue un rôle déterminant.
- ⇒ La variable « taille » qui opérationnalise l'hypothèse des coûts de cotation, est moins significative pour les Etats-Unis. Son seuil de significativité est inférieur par rapport aux deux échantillons précédents. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que la taille des firmes américaines est beaucoup plus importante que celles des deux autres zones géographiques, ce constat peut être vérifié par les statistiques de notre échantillon (tableau n°12 p 133).
- ⇒ Le niveau de liquidité est aussi très significatif tout comme le niveau du Q ratio qui mesure les perspectives de croissance des sociétés. Ces derniers sont davantage significatifs pour le marché américain que pour les marchés européen et anglais.

---

<sup>37</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

## D. L'Asie

Tableau n° 46 : Résultats de l'analyse de la régression multiple pour l'Asie (Observations : 48)

	Model 1 Dep. Var= prime		Model 2 Dep. Var= CAAR	
	Par.Estimés	t-value	Par.Estimés	t-value
<i>Variables</i>				
Constante	0.6700	6.901***	0.7300	7.008***
<i>Economie Fiscale</i>				
Impôts (% des ventes)	0.4427	3.713***	0.4685	3.836***
Effet de Levier	-0.0351	-3.012***	-0.0309	-2.926***
<i>Réalignement des intérêts</i>				
Propriété Managériale>25% (1=oui)	-0.0452	-2.686***	-0.0401	-2.592**
<i>Contrôle</i>				
Bloc Institutionnel>5% (oui=1)	-0.0102	-2.913***	-0.0109	-2.912***
Bloc Entreprise>5% (oui=1)	-0.0197	-2.073**	-0.0223	-2.073**
Bloc Famille >5% (oui=1)	-0.3071	-1.124	-0.2671	-1.134
<i>Free Cash Flow</i>				
Free Cash Flow	0.0613	3.501***	0.0503	3.572***
<i>Perspectives de croissance</i>				
Q ratio	-0.0527	-2.985***	-0.0534	-2.977***
<i>Coûts de Cotation</i>				
Taille	-0.0145	-2.693***	-0.0163	-2.603**
<i>Anti-rachat</i>				
Prise de contrôle avant le rachat (oui=1)	0.1823	0.726	0.1847	0.729
<i>Sous-évaluation</i>				
PER	-0.0399	-1.768*	-0.0437	-1.776*
Liquidité	0.0421	2.792***	0.4300	2.695***
F-Value	7.4237***		7.2166***	
R-Squared	0.4326		0.4152	
Adjusted R-Squared	0.2473		0.2286	

Note : \*\*\*, \*\*, \* représentent les seuils de significativité à hauteur de 1%, 5% et de 10%.

**T:Impôts:** Montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes ; **G:Effet de Levier:** Rapport des dettes financières sur les fonds propres de la société ; **M:Part managériale:** Elle est égale à 1 quand les fonds propres détenus par les managers représentent plus de 25% des parts de la société sinon elle est égale à 0 ;

**I:Bloc Institutionnel:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires institutionnels est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **C:Bloc Entreprise:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires dirigeants est au moins égale à 5% de la participation sinon il est égal à 0 ; **F:Bloc Famille:** Il est égal à 1 quand la part des actionnaires détenue par la Famille est au moins égale à 5% de participation sinon il est égal à 0 ; **FCF:Free Cash Flow:** Il est approximativement défini comme étant le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et

amortissement moins le paiement des intérêts, impôts et dividendes divisé par le montant des ventes (Lehn et Poulsen, 1989). Il est mesuré en pourcentage. **Q:Q ratio:** Rapport entre  $(VM + DT - L)/A$ <sup>38</sup> (McConnel et Servaes, 1990 ; Opler et Titman, 1993) ; **PTI: Protection anti rachat:** Elle est égale à 1 quand la société a subi une prise de contrôle un an avant la sortie de la cote ; **PER:Price Earning Ratio:** Il est égal au rapport entre la valeur de l'action et le bénéfice par action ; **L:Liquidité:** Elle est égale au rapport entre les actifs moins les stocks sur les dettes financières.

Le tableau n° 46 présente les résultats de la régression multiple pour la zone de l'Asie. Nous constatons aussi que le modèle 1 est encore de meilleure qualité même si le modèle 2 présente de bons résultats. Le pouvoir explicatif s'élève à 43% pour le modèle 1 contre 41% pour le modèle 2.

Nous constatons, tout comme pour les Etats-Unis, les parts élevées du bloc Institutionnel parmi l'ensemble des blocs contrôle, du Q ratio et de la liquidité. Les résultats obtenus sont extrêmement significatifs, à hauteur de 1%. Cependant, une particularité que nous observons au niveau de l'Asie est celle relative à l'hypothèse de l'économie fiscale. Comme nous l'avions énoncé, les variables opérationnalisant cette dernière n'étaient pas significatives, ni pour l'Europe, ni pour le Royaume-Uni et ni pour les Etats-Unis. Ici pour le cas de l'Asie, ces deux variables, à savoir le montant des impôts exprimé en pourcentage des ventes et l'effet de levier mesuré par le rapport entre le montant des dettes financières sur le montant des capitaux propres, sont toutes les deux très significatives. Ceci signifie que l'économie fiscale est l'un des facteurs contribuant à la richesse que les actionnaires obtiennent en Asie. Ceci fait partie de l'une des caractéristiques propres au continent asiatique pour notre modèle. Nous pouvons penser que comme ces opérations sont en plein essor au sein de l'économie asiatique, elles pourraient bénéficier d'avantages fiscaux avec un financement un peu moins coûteux.

Comme nous l'avions remarqué pour le Royaume-Uni, la variable « taille » qui opérationnalise l'hypothèse des coûts de cotation, est très significative. La raison est la même que celle que nous avons évoquée pour le cas du Royaume-Uni : les sociétés en Asie font partie tout comme celles en Angleterre, des plus petites d'un point de vue de leur taille. Par conséquent, l'économie des coûts de cotation sera d'autant plus importante que la taille de la société est petite.

---

<sup>38</sup> VM : valeur de marché des capitaux propres de la société, DT : dette totale, L : liquidités, A : valeur de l'actif.

### III. Interprétations

Dans cette section, nous présentons l'ensemble des résultats issus de notre régression multiple.

Nous pouvons noter avant de commencer l'interprétation des résultats obtenus des différentes régressions, quelques divergences entre l'Europe et les pays anglo-saxons. En effet, dans le paysage des entreprises anglo-américaines, la société cotée est censée avoir de nombreux avantages par rapport à son homologue non cotée telles qu'une diversification des risques, un niveau de liquidité plus important...

Toutefois les sociétés cotées en bourse présentent un inconvénient majeur, celui d'une mauvaise gestion des fonds de la société par les managers ce qui engendrent des coûts d'agence importants. Ceci nuit à la bonne performance de la société et entraîne des inefficiences induites par les conflits d'intérêt. C'est la raison pour laquelle, Jensen en 1989, prévoyait qu'une éclipse des sociétés cotées en Bourse serait proche dans le temps.

#### A. Hypothèse d'économie fiscale

L'hypothèse d'économie fiscale prévoit que les entreprises qui ont un fort taux d'imposition avant la transaction bénéficieront plus de la déductibilité des intérêts associés à un faible effet de levier. Pour mesurer cet effet, nous avons utilisé deux variables, à savoir le niveau d'imposition et l'effet de levier.

Les études antérieures, telle que celle de Renneboog, Simons et Wright (2006), espéraient avoir une relation positive et obtiennent finalement un effet négatif avec des résultats non significatifs. Pour notre étude, nous obtenons pour l'ensemble des quatre zones géographiques une relation positive avec la variable « Impôts » et une relation négative pour la variable « effet de levier ». Les résultats que nous obtenons en terme de significativité sont mitigés : seule l'Asie présente des résultats significatifs. Seule l'Asie affichent une relation positive et significative à un seuil de 1% entre le niveau d'imposition et la richesse obtenue par les actionnaires.

Le fait que les variables liées à l'économie fiscale ne soient pas significatives pour l'Europe, le Royaume-Uni et les Etats-Unis montrent le contraste qui existe entre ces trois pays dont le développement des PtoP est largement entamé par rapport à l'Asie qui se situent au début des transactions de Public to Private. Comme le soulignent Dicker (1990) et Weir et al. (2005a), l'avantage fiscal pour les entreprises financées par de la dette est beaucoup plus faible au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis. On peut aussi en déduire que l'avantage fiscal en Asie est un facteur important pour les Public to Private. Nous concluons que les primes les plus élevées sont versées pour des sociétés qui ont un effet de levier faible.

### B. Hypothèse de réaligement d'intérêt

Nous avons fait l'hypothèse selon laquelle la richesse obtenue par les actionnaires dépend du nombre de parts détenues par les managers au sein de la société. En effet, les sociétés dans lesquelles les managers détiennent peu de parts peuvent s'attendre à obtenir davantage de bénéfices en sortant de la cote car les sociétés dites de *going private* permettent de réduire les problèmes de coûts d'agence. Cependant, cette relation peut être contestée dès que le niveau de part détenu par les managers est très important et lorsque les problèmes d'agence induits par les managers dominant. Les études empiriques qui ont mis en évidence la relation entre les parts détenues par les managers et la performance de la société concluent à un impact négatif sur la richesse obtenue par les actionnaires. En effet, lorsque les managers détiennent une part importante du capital de la société la richesse obtenue par les actionnaires est moindre. Ceci confirmerait que plus les managers détiennent un nombre de parts important de la société et plus la richesse obtenue par les actionnaires sera faible. Ce résultat est observé par Morck et al. (1988), McConnel et Servaes (1990) pour les Etats-Unis, Short et Keasey (1990) et Weir et al. (2002) pour le Royaume-Uni.

Pour tester cette hypothèse, nous avons décidé d'introduire une variable muette. Elle permet d'identifier les sociétés où le contrôle de la société effectué par les managers est supérieur à 25% des parts de la firme. Ce seuil fixé est aussi le même que celui employé par Morck et al. (1998), Renneboog, Simons et Wright (2006). Les résultats empiriques obtenus confirment la significativité de cette hypothèse : les firmes où les primes payées et où les rentabilités anormales moyennes cumulées réalisées sont élevées, les parts détenues par les managers sont faibles. Ceci confirme les résultats obtenus par Morck et al. (1988), Mc Connel et Servaes (1990). Nous obtenons ainsi un effet négatif entre la part détenue par les managers dans la

société et la richesse obtenue par les actionnaires. Ce résultat négatif a été aussi constaté par Morck et al. (1988) ; McConnell et Servaes (1990) pour les études américaines et par Short et Keasey (1999) ; Weir et al. (2002) pour le Royaume-Uni. Cet impact négatif s'explique par le fait que lorsque les managers détiennent un pourcentage d'actions élevé dans les entreprises, aucun autre investisseur extérieur ne veut intégrer le capital de la société. Par conséquent, ils découragent les autres investisseurs de réaliser une autre offre (Stulz, 1998). De plus, les managers qui ont investi une large part de leurs ressources personnelles dans la société, ne se soucient pas de l'exposition au risque auquel ils sont confrontés et tout ceci au détriment des actionnaires externes (Halpern et al., (1999) ; May (1995)). Nous observons que les résultats sont davantage significatifs pour l'Europe pour le modèle 1 avec la prime comme variable dépendante.

### C. Hypothèse de contrôle

Concernant l'hypothèse de contrôle, nous nous attendons à ce qu'au moment où la société sort de la cote boursière et lorsque la présence d'actionnaires extérieurs dans le contrôle de la société est importante, les primes et les rentabilités anormales moyennes cumulées seront moins importantes. Dans notre étude, nous définissons les actionnaires extérieurs de la manière suivante : ce sont tous les actionnaires qui ont une part de contrôle au sein de la firme supérieure à 5% avant le rachat.

Ils sont subdivisés en trois blocs :

- ⇒ Bloc Institutionnel : ce bloc regroupe les catégories suivantes : les banques, les compagnies financières, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les instituts de recherche, les autorités publiques ou gouvernementales, les fonds de Private Equity.
- ⇒ Bloc Entreprise : les dirigeants.
- ⇒ Bloc Familial : la famille.

De manière générale, nous observons que le bloc Entreprise a un rôle très important pour l'ensemble des quatre échantillons. Ce résultat confirme l'analyse statistique que nous avons

effectuée. Une particularité est à souligner, celle de l'Europe. En effet, l'Europe est la seule zone géographique où la présence du bloc Famille a un impact sur le contrôle de la société. Nous observons une relation significative entre le bloc Famille et la rentabilité anormale moyenne cumulée à un seuil de 5%. Cette relation est aussi significative à un seuil égal à 5% avec la prime. Cette relation peut s'expliquer par le fait que les sociétés européennes, comme l'indiquent les statistiques descriptives ont une forte présence du « bloc Famille » dans le capital des sociétés. A l'inverse, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Asie ne sont pas influencés par ce bloc. Aucune significativité n'a été identifiée. Par ailleurs, nous observons une relation négative entre la présence du bloc Famille dans la société et la richesse obtenue par les actionnaires à travers la prime. Ceci s'avère logique. Plus la présence du bloc Famille est faible et plus les gains des actionnaires seront importants. Cet impact sera d'autant plus important que les opérations de Public to Private sont réalisées en Europe.

Remarquons que les relations négatives obtenues pour la majorité des coefficients révèlent que la présence de ces blocs au sein du contrôle de la société nuit à la richesse espérée et obtenue par les actionnaires. Une présence très importante est à souligner pour les blocs Entreprise et Institutionnel aux Etats-Unis et en Asie, ils sont ainsi considérés comme de bons dirigeants. Le bloc Institutionnel a une part très élevée en Asie.

#### D. Hypothèse de Free cash Flow et de perspectives de croissance

Comme nous l'avons souligné, une entreprise qui génère beaucoup de Free Cash Flow (FCF) peut gaspiller ses ressources. Rappelons que les Free Cash Flow, comme le souligne Jensen (1986b), sont « les cash flow en surplus par rapport à ce qui est nécessaire pour financer tous les projets qui ont une valeur actuelle nette positive ». Le fait que les opérations de Public to Private aient un emprunt très important amène l'équipe de direction à réduire leur dépense et à gérer la société de manière efficiente. Ainsi les décisions qui seront désormais prises par les managers seront efficaces pour l'ensemble de la santé financière de la société et pour les actionnaires. Nous pensons que plus le niveau des FCF est important et plus les gains de richesse obtenus pourront être générés grâce au retrait (suppression des gaspillages réalisés auparavant par les managers). Cette observation est confirmée par notre analyse. Il existe bien une relation positive entre le niveau de FCF et la richesse obtenue par les actionnaires, ceci s'avère d'autant plus significatif pour les Etats-Unis et surtout pour l'Asie, qui est la seule zone géographique à obtenir un seuil de significativité égal à 1%. Au final, nous confirmons



que la dette induite par les opérations de PtoP permet aux managers de gérer de manière efficiente l'apport des FCF.

Concernant le Q ratio, nous avons fait l'hypothèse que les sociétés en PtoP avaient des perspectives de croissance relativement plus faibles face aux sociétés restées en cote. Ceci s'est avéré exact dans l'étude que nous avons réalisée dans le chapitre 4 tant pour l'analyse univariée que pour l'analyse logistique binaire. Par ailleurs, nous avons aussi fait l'hypothèse que les gains des actionnaires sont liés de manière négative au niveau du Q ratio. En effet, plus ce ratio est faible et plus les perspectives de croissance de la société avant la sortie de cote seront considérées comme faibles, voire très faibles et par conséquent la rémunération des actionnaires en sera de même. Les résultats obtenus nous le confirment pour l'ensemble des zones géographiques. Toutefois, ces derniers s'avèrent d'autant plus significatifs pour la zone Asie et pour la zone Etats-Unis où les seuils de significativité atteints sont égaux à 1%. Ces résultats sont en cohérence avec ceux que nous avons obtenus pour la sous-évaluation. Ne peut-on pas suggérer qu'il y aurait une forte asymétrie informationnelle de la part de ces deux zones, faisant ainsi modifier de manière volontaire certains ratios des sociétés (cas des MBO) ?

#### E. Hypothèse de coûts de transaction

Selon l'hypothèse des coûts de transaction, les firmes qui se retirent de la cote bénéficient de gains supplémentaires grâce à la suppression de coûts de cotation. En effet, les petites sociétés présentent de faibles volumes d'échange sur le marché boursier (Kuhn Capital, 2003). De plus, la mise en place de la loi Sarbanes-Oxley entraîne une augmentation des coûts de cotation. Par voie de conséquence, on peut déduire que l'économie des coûts de transaction aura un impact important pour les sociétés sous forme de PtoP. Ceci sera d'autant plus vrai que les entreprises sont de faible taille et ont par la même un chiffre d'affaires faible. En effet, les frais fixes liés à la cotation sont identiques quelque soit la taille de la société. Ainsi, plus la société sera petite et plus les gains obtenus du retrait de la cote seront importants. C'est la raison pour laquelle nous employons une variable « taille » mesurée par le logarithme du montant des ventes. Celle-ci est significative pour toutes les zones géographiques étudiées. On constate une relation négative entre la taille de la société et l'économie des coûts de cotation réalisée par les sociétés. Ainsi les gains obtenus par les actionnaires proviennent de l'élimination des coûts directs et indirects liés à la cotation boursière de la société.

Remarquons que l'impact est d'autant plus important pour les firmes européennes et asiatiques. Ceci provient du fait de la taille des sociétés européennes et asiatiques, qui est plus faible.

#### F. Hypothèse de prise de contrôle

L'hypothèse de prise de contrôle implique le fait qu'il existe une stratégie défensive pour les sociétés qui se retirent de la cote boursière. De plus, la pression venant du marché entraîne une surenchère du montant des primes. Pour mesurer ce phénomène, nous avons recours à une variable dichotomique prenant la valeur 1 dès lors qu'il existe une prise de contrôle dans l'année précédant l'annonce d'une opération de PtoP. Cette dernière est notée « Prise de contrôle avant le rachat ». Nous pensons obtenir une relation positive. En effet, le manque de perspectives de croissance, dont la sous-évaluation et le manque de liquidité (ces facteurs ont tous été significatifs) représentent trois facteurs qui font que ces sociétés sont des parfaites cibles pour subir des offres de rachat.

Le résultat concernant la variable « Prise de contrôle avant le rachat » nous confirme cette relation, toutefois cette dernière n'est pas significative et ceci pour toutes les zones géographiques.

#### G. Hypothèse de sous-évaluation

Enfin, une dernière motivation des firmes à réaliser une opération de Public to Private est celle de la sous-évaluation. Ce serait aussi une des raisons qui confirmerait les gains de richesse obtenus par ces transactions. On constate que plus l'écart entre la valeur de marché d'une société et la valeur potentielle de celle-ci est importante, plus les gains obtenus par les actionnaires seront importants. Pour évaluer la performance passée de la société, nous avons sélectionné la variable du Price Earning Ratio (PER) pendant une année avant l'opération de Public to Private jusqu'à un mois avant l'annonce de ce dernier. Nous nous attendons à obtenir un signe négatif. Les résultats que nous obtenons confirment l'hypothèse de sous-évaluation : plus le PER est faible et plus les primes et la rentabilité anormale moyenne cumulée sont importantes. Ces résultats confirment la présence d'une asymétrie informationnelle. Par conséquent, nous déduisons aussi que les gains obtenus par les

actionnaires résultent de la sous-évaluation des actifs de la société. Les Etats-Unis et l'Europe ont des seuils de significativité plus importants que les deux autres zones.

Concernant la liquidité, nous avons fait l'hypothèse que les firmes qui se retiraient de la cote avaient moins de liquidité ce qui serait une des explications de cette sortie. Par conséquent, nous avons fait l'hypothèse que les gains des actionnaires seront positivement liés au niveau de liquidité de la société. Comme les sociétés en Public to Private sont moins liquides, la richesse des actionnaires sera plus faible c'est-à-dire que les gains espérés et obtenus par les actionnaires seront moins importants. Nous avons bien une relation positive entre les deux entités, la liquidité et la richesse des actionnaires varient dans le même sens. Cette variable est significative pour toutes les zones géographiques.

Afin de clôturer notre chapitre concernant l'impact des opérations de PtoP sur la richesse des actionnaires, nous reprenons le tableau n° 40 de la section I afin de présenter l'ensemble des résultats obtenus à l'issue de notre étude :

Tableau n° 47: Récapitulatif des hypothèses, de l'opérationnalisation et des résultats obtenus

Hypothèses	Opérationnalisation	Résultats escomptés	Résultats Obtenus
<b>H1 : Economie Fiscale</b>	Impôts (% des ventes)	+	<b>Pas Significatif sauf pour l'Asie</b> <b>Pas Significatif sauf pour l'Asie</b>
	Effet de Levier (Dettes Non Financières/ Fonds Propres)	-	
<b>H2 : Réalignement des intérêts</b>	Part Managériale	-	<b>Significatif et Négatif</b>
<b>H3 : Contrôle</b>	Bloc Institutionnel	-	<b>Significatif et Négatif</b> <b>Significatif et Négatif</b> <b>Pas Significatif sauf pour l'Europe</b>
	Bloc Entreprise	-	
	Bloc Famille	-	
<b>H4 : Free Cash Flow</b>	Free Cash Flow	+	<b>Significatif et Positif</b>
<b>H5 : Perspectives de croissance</b>	Q Ratio	-	<b>Significatif et Négatif</b>
<b>H6 : Coûts de Cotation</b>	Taille (Ln (Ventes))	-	<b>Significatif et Négatif</b>
<b>H7 : Anti-Rachat</b>	Prise de contrôle avant le rachat (1=oui)	+	<b>Pas Significatif</b>
<b>H8 : Sous-évaluation</b>	PER (Price Earning Ratio)	-	<b>Significatif et Négatif</b> <b>Significatif et Positif</b>
	Liquidité	+	

Le tableau n° 47 à la fin de notre avant dernière section présentait tous les résultats escomptés. Maintenant, les tests ont été réalisés, nous pouvons désormais présenter les résultats obtenus. En comparant ces deux tableaux, les résultats que nous espérions se sont pour l'ensemble avérés confirmés. Cependant, quelques nuances doivent être apportées :

⇒ L'hypothèse 1 relative à l'économie fiscale n'a été significative que pour le continent asiatique. Pour les autres zones géographiques, nous avons constaté la relation positive avec le niveau des impôts et la relation négative avec le niveau de l'effet de levier. Cependant le niveau de significativité est beaucoup trop faible, ce qui ne nous permet

pas de confirmer l'impact de l'économie fiscale sur la richesse obtenue par les actionnaires au niveau européen, anglais et américain.

- ⇒ Le bloc Famille appartenant au bloc Contrôle n'est apparu réellement significatif que pour le cas de l'Europe. Ceci s'est avéré justifié par le fait que le tissu des PME en Europe est largement dominant par rapport aux trois autres zones géographiques.
- ⇒ Enfin la variable « Prise de contrôle avant le rachat », relative à l'hypothèse 6 d'anti-rachat, a confirmé notre relation positive entre la richesse obtenue par les actionnaires et la prise de contrôle. Cependant, cette dernière n'est pas significative et ceci pour toutes les zones géographiques.

Le reste des hypothèses a été confirmé.

Les principales sources de richesse obtenues par les actionnaires ont été mesurées à l'aide des régressions multiples, de deux manières : d'une part par la prime (modèle 1) et d'autre part par la rentabilité anormale moyenne cumulée (modèle 2). Ces dernières ont été utilisées pour chaque modèle comme variables dépendantes de la régression multiple. Les huit hypothèses précédemment définies ont été testées à l'aide de régressions multiples. Nous avons pu identifier les principaux facteurs qui influent sur la richesse des actionnaires.

Les résultats obtenus donnent lieu aux conclusions suivantes :

- ⇒ L'ensemble des hypothèses a été confirmé. Quelques précisions peuvent être apportées :
  - L'hypothèse 1 relative à l'économie fiscale n'a été validée que pour l'Asie en terme de significativité. Ce constat peut s'expliquer par le fait que le développement des PtoP est encore très récent dans ce pays, le régime fiscal peut être plus avantageux.
  - L'hypothèse 6 relative à la prise de contrôle avant le rachat a donné des résultats non significatifs même si la relation entre la richesse des actionnaires et cette variable a été confirmée. On ne peut donc pas affirmer que cette source fasse partie de celle qui influe sur la richesse des actionnaires.
  
- ⇒ Au regard de l'ensemble des résultats les principales sources de la richesse des actionnaires sont :
  - La détention de part managériale au sein de la société. Précisons que la relation que l'on obtient est négative, elle s'explique de la manière suivante : lorsque la part détenue par les managers est assez importante c'est-à-dire supérieure à 25% cela peut avoir un effet négatif et évincer les différentes offres susceptibles d'être proposées.
  - Le niveau des Free Cash Flow de ces opérations est important, avec de faibles perspectives de croissance.
  - Ces opérations présentent aussi de faibles liquidités.

# Conclusion Générale

Les objectifs de la thèse étaient au nombre de trois :

Dans un premier temps, notre recherche a visé à déterminer les différentes motivations des opérations de Public to Private. Après avoir testé différents modèles, nous avons obtenu les profils types des sociétés de Public to Private selon les zones géographiques étudiées. Cette première étude a caractérisé la *phase Motivation* de notre analyse.

Dans un second temps, nous avons évalué la richesse obtenue par les actionnaires à travers deux indicateurs, la prime d'une part et la rentabilité anormale moyenne cumulée d'autre part. L'estimation de ces derniers a été réalisée de manière précise étant donné qu'ils représentent les piliers de notre troisième objectif. Le calcul des deux indicateurs de richesse des actionnaires a été effectué : c'est ce qui caractérise la *phase Estimation*.

Dans un troisième et dernier temps, la *phase Impact*, comme son nom l'indique, visait à étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Au moyen d'une régression linéaire multiple nous avons pu déduire de l'ensemble des modèles testés quelles sont les principales sources créatrices de richesse pour les actionnaires.

Nos analyses empiriques ont mis en évidence plusieurs éléments importants :

- ⇒ Une faible part des managers, un contrôle faible au sein des Public to Private, un niveau de Free Cash Flow élevé, des perspectives de croissance, une liquidité faible sont les principales motivations des sociétés à se retirer de la cotation boursière.
- ⇒ La présence du Bloc Institutionnel est très représentative pour l'ensemble des zones géographiques étudiées.
- ⇒ La présence du Bloc Famille au sein du contrôle de la société est uniquement significative pour l'Europe.
- ⇒ Le Bloc Contrôle a beaucoup plus d'importance au sein des opérations de Public to Private que dans les sociétés restées cotées.

- ⇒ Dans l'échantillon les primes et les rentabilités anormales moyennes cumulées ont les niveaux les plus élevés pour les Etats-Unis tandis que l'Europe obtient les plus faibles. L'ensemble des résultats est largement significatif pour l'échantillon.
- ⇒ L'économie fiscale a un impact significatif sur la richesse des actionnaires, uniquement pour l'Asie.
- ⇒ Les niveaux des coûts de cotation ont un impact positif sur la richesse des actionnaires et ceci quelque soit les zones géographiques étudiées.

Pour identifier l'ensemble des motivations et des sources de création de richesse, nous nous sommes basés sur les travaux d'Achleitner, Betzer et Hintenamskogler (2008).

Notre premier objectif était de déterminer les motivations des sociétés sous forme de Public to Private. Dans le but d'obtenir une vision à la fois large et précise, deux méthodologies ont été employées et ont requis l'utilisation de deux outils statistiques : l'analyse univariée et la régression logistique binaire.

Pour atteindre cet objectif, nous avons tout d'abord constitué un échantillon comprenant 413 sociétés observées entre Janvier 2000 et Janvier 2007. Plusieurs bases de données nous ont permis d'obtenir l'ensemble des informations requises pour notre étude. De même, nous utilisons la régression logistique binaire comme l'un des deux outils statistiques employés, nous nous sommes trouvés dans l'obligation de réaliser un échantillon de contrôle. Il a été réalisé sous la technique de pairage selon différentes règles méthodologiques que nous avons précisées. Nous avons par ailleurs élaboré les différentes motivations de ces sociétés. Ce travail a été basé sur le travail d'Achleitner, Betzer et Hintenamskogler (2008).

Conformément à nos attentes, nous avons obtenu les résultats suivants :

- ⇒ Les managers sont moins présents dans les sociétés de Public to Private que dans les sociétés restées cotées en bourse. La variable qui opérationnalisait cette hypothèse, intitulée « Part Managériale » est significative pour l'ensemble des zones géographiques étudiées.
- ⇒ Les différents blocs de contrôle sont largement moins présents au sein des Public to Private que dans les sociétés cotées en bourse. Le bloc Famille est davantage controversé dans le sens où il n'est significatif qu'en Europe (Andres, 2008 ; Faccio et



Lang, 2002). En effet, seule l'Europe peut prétendre avoir davantage de « dirigeants familiaux ».

- ⇒ Les opérations de Public to Private font davantage l'objet de prise de contrôle hostile.
- ⇒ Seules les opérations de Public to Private en Asie connaissent une relation significative avec l'économie fiscale qu'engendrent ces opérations.
- ⇒ Le niveau de Free Cash Flow pour les opérations de Public to Private est plus élevé que celui des sociétés cotées en Bourse et le Q ratio est plus faible pour les Public to Private.
- ⇒ La sous-évaluation et le manque de liquidité sont aussi significatifs pour l'échantillon.

Ces résultats ont été à la fois confirmés par l'analyse univariée et par la régression logistique binaire. Ceci conforte notre analyse et les résultats concernant la construction de notre modèle. Notons que deux logiciels économétriques ont été utilisés pour élaborer ces différents tests : SPSS et E-Views.

Il existe des similitudes entre les résultats de notre analyse et ceux des recherches européennes et anglo-saxonnes réalisées :

- ⇒ L'étude d'Achleitner, Betzer et Hintenamskogler (2008) montre aussi que la concentration du contrôle au sein des opérations de Public to Private est plus faible par rapport aux sociétés cotées, ce qui corrobore aussi avec les résultats de Weir et al. (2005) ; Wright et al. (2007). Ils soulignent aussi le fait que l'effet de levier engendré par le montage de l'opération joue un rôle important en améliorant la gestion de l'entreprise dirigée par les managers. De plus, l'utilisation des Free Cash Flow par les managers est désormais mise en œuvre de façon à ce que l'intérêt des actionnaires soit rempli d'où la réduction des conflits d'intérêts (Jensen, 1989 ; Opler et Titman, 1993).
- ⇒ L'étude de Weir, Laing, Wright et Burrows (2005) montre aussi que le niveau de perspectives de croissance mesuré par le Q ratio est plus faible pour les sociétés en Public to Private que pour les sociétés restées en Bourse. De plus, ils soulignent aussi que les opérations de Public to Private ont un niveau de Free Cash Flow plus important et un Q ratio (ce ratio permet de déterminer les perspectives de croissance) plus faible que les sociétés cotées en Bourse.

Notre deuxième objectif était d'évaluer la richesse des actionnaires lors des opérations de Public to Private. Pour cela, nous avons recensé à travers l'ensemble des études deux mesures importantes (Renneboog, Simons (2005), Renneboog, Simons et Wright (2006)) : la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée. Ces deux mesures ont impliqué de nombreux calculs notamment pour déterminer la rentabilité anormale moyenne cumulée. Cette dernière a fait appel à l'utilisation de l'étude d'évènement permettant de calculer la rentabilité anormale. Les résultats obtenus sont conformes à ceux des études précédentes même si peu d'études récentes ont été effectuées. La prime obtenue par les actionnaires aux Etats-Unis est la plus importante de l'ensemble de l'échantillon, elle s'élève à 36% sur une fenêtre d'anticipation égale à 20 jours. Aucune étude de référence ne peut être citée concernant l'Asie, toutefois nous obtenons des résultats assez élevés (29% pour une fenêtre d'anticipation égale à 20 jours), avec un comportement relativement proche de celui des Etats-Unis. L'Europe a quant à elle, les résultats les plus faibles en terme de niveau moyen de primes octroyées aux actionnaires (21% sur une fenêtre d'anticipation égale à 20 jours). Ce constat est le même pour la rentabilité anormale moyenne cumulée. Les Etats-Unis ont une CAAR pour la fenêtre d'étude [-20 ; +20] égale à 34% tandis que pour l'Europe elle est égale à 12.53%. Ces deux indicateurs ont été soumis à des tests à la fois paramétriques et non paramétriques tels que ceux de Kothari et Warner (1997), Cowan (1992) et un t-test. Tous les résultats obtenus sont largement significatifs. Par la suite, nous avons aussi opté pour des tests de comparaison de moyenne et un test de Wilcoxon. Le but de ces derniers était de vérifier la significativité des différences obtenues entre les résultats selon les fenêtres d'anticipation pour la prime et selon les fenêtres d'études pour la rentabilité anormale moyenne cumulée. Les résultats sont très significatifs.

Les résultats que nous avons retenus concernant la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée, trouvent aussi des similitudes avec ceux effectués sur des échantillons à la fois américain, européen et anglais. En effet, la prime que pouvaient observer les auteurs dans le début des années 80 aux Etats-Unis était de l'ordre de 50%. Ces dernières au cours du temps se sont vu réduire, atteignant les 30% pour Easterwood, Singer, Seth et Lang (1994). Nous obtenons une prime égale à 36%. Concernant le Royaume-Uni, Renneboog, Simons et Wright (2006) constatent un résultat assez élevé, environ 40% en moyenne pour la période 1997-2003. Par ailleurs, une étude récente sur l'Europe Occidentale réalisée par Geranio et Zanotti (2007) estime que la prime moyenne octroyée aux actionnaires est égale à 20%. Dans notre étude nous avons observé une prime de 21%. Concernant l'Asie aucune étude n'a encore été

réalisée, par conséquent nous ne pouvons pas donner de références, nous obtenons pour notre échantillon une prime moyenne égale à 29% sur la période 2000-2007.

Enfin, notre troisième et dernier objectif était d'étudier l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires. Pour cela, nous avons recueilli l'ensemble de nos hypothèses que nous avons testées à l'aide de régressions linéaires multiples. Pour cela, nous avons choisi deux variables dépendantes qui ont fait l'objet de deux modèles pour chaque zone géographique étudiée. Ces deux variables étant bien évidemment, la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée, les deux indicateurs d'évaluation de la richesse précédemment évalués. Nous avons obtenu les résultats suivants, qui ont été pour l'ensemble conformes à nos attentes :

- ⇒ L'hypothèse 1 relative à l'économie fiscale n'a été significative que pour le continent asiatique. Pour les autres zones géographiques nous avons constaté la relation positive avec le niveau des impôts et la relation négative avec le niveau de l'effet de levier. Cependant le seuil de significativité est beaucoup trop faible ce qui ne nous permet pas de confirmer l'impact de l'économie fiscale sur la richesse obtenue par les actionnaires au niveau européen, anglais et américain.
- ⇒ Le bloc Famille appartenant au Bloc Contrôle n'est apparu comme réellement significatif que pour le cas de l'Europe. Ceci s'est avéré justifié par le fait que le tissu des Petites et Moyennes Entreprises en Europe est largement dominant par rapport aux trois autres zones géographiques. L'ensemble des autres blocs est significatif mais obtiennent tous des relations négatives ce qui confirme le fait que lorsque le bloc de contrôle au sein de la société est plus faible, les gains obtenus par les actionnaires sont plus importants et inversement. Ceci s'avère véridique jusqu'à ce que la société se retire de la cote.
- ⇒ Le niveau des Free Cash Flow est un facteur important : plus leur niveau est élevé et plus la richesse des actionnaires est importante.
- ⇒ Le Q ratio montre bien sa relation négative avec la richesse obtenue par les actionnaires.

- ⇒ Les coûts de cotation font partie d'un facteur déterminant, le fait que la société paie des coûts très importants pour faire partie d'une cotation boursière engendrent moins de rémunération pour les actionnaires.
- ⇒ La variable « Prise de contrôle avant le rachat » relative à l'hypothèse 6 d'anti-rachat a confirmé notre relation positive entre la richesse obtenue par les actionnaires et la prise de contrôle cependant cette dernière n'est pas significative et ceci pour l'échantillon entier. En effet, plus la société est soumise à des offres de rachat hostiles et plus la rémunération des actionnaires sera importante.
- ⇒ Enfin, plus la société est liquide, c'est-à-dire lorsqu'elle a des liquidités et plus la rémunération des actionnaires est élevée. Cependant les opérations de Public to Private sont des sociétés comme nous l'avons remarqué dans le chapitre concernant la *phase Motivation*, avec peu de liquidité, ceci ne permettra pas aux actionnaires d'obtenir des gains élevés. De plus, la sous-évaluation est aussi un facteur déterminant mais avec une relation négative dans le sens où les opérations de Public to Private sont en principe, comme nous le montrent les résultats du chapitre 4, sous-évaluées, les gains obtenus seront par conséquent moindres.

L'ensemble des résultats obtenus par cette étude consacrée à l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires s'est avéré en parfaite adéquation avec ceux obtenus dans la *phase Motivation*. Ceci nous conforte dans la construction à la fois de notre modèle et de nos hypothèses.

Les résultats obtenus dans la *phase Impact* s'avèrent être en corrélation avec ceux obtenus des études précédentes et notamment avec l'étude de Renneboog, Simons et Wright (2006). Ils obtiennent les mêmes relations entre le niveau de Free Cash Flow, la concentration du bloc contrôle au sein de la société ainsi que la sous-évaluation.

Malgré les apports mentionnés, notre travail laisse en perspective de nombreuses questions de recherche. En effet, notre étude s'est essentiellement focalisée sur les motivations et sur l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires, ce qui a caractérisé les deux phases du déroulement d'une opération de ce type tel que nous l'avons décrit dans le chapitre 2 page 50. Comme nous l'avons précisé, quatre phases permettent

d'étudier l'ensemble d'une opération de Public to Private : la *Phase Intend*, la *Phase Impact*, la *Phase Process* et la *Phase Duration*. Les deux dernières étapes permettraient de compléter notre étude en étudiant le cycle complet des opérations de Public to Private de notre échantillon.

La *phase Process* permettrait d'étudier la société après avoir effectué la transaction. Pour cela, plusieurs variables pourraient être introduites telles que le niveau de l'emploi : constate-t-on des licenciements après une opération de Public to Private ?, le niveau des dépenses de recherche et développement : existe-il une réduction de certaines dépenses ?, est-ce que la société est plus viable en terme de rentabilité financière, de détention de fonds propres ?

La *phase Duration* permet de calculer combien de temps la société reste hors cotation boursière. Par ailleurs, cette étape permet aussi de mesurer l'évolution de la performance de cette société : assiste-t-on à une augmentation continue de la croissance de la société au fur et à mesure des années écoulées ou au contraire n'assiste-t-on pas à une décélération de celle-ci après quelques années d'existence.

Par ailleurs, une autre voie de recherche peut être effectuée en utilisant l'économétrie de panel. Cette méthodologie nous permettrait d'employer à la fois la dimension individuelle caractérisée par les sociétés et la dimension temporelle représentée par les années. Ainsi, nous pourrions déterminer si la conjoncture économique a une influence sur les sorties de bourse (croissance économique, politique des taux d'intérêts...) et si l'on constate des spécificités selon les zones géographiques. Cet outil économétrique est assez peu répandu en sciences de gestion étant donné qu'il requiert une mise en œuvre assez lourde. Il serait intéressant de réaliser cette étude.

# Liste des tableaux

**TABLEAU N° 1 : SYNTHÈSE DES DÉFINITIONS D'UNE OPÉRATION DE PUBLIC TO PRIVATE**  
.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N°2 : TÉMOIGNAGES DE DIRIGEANTS D'ENTREPRISE AYANT FAIT L'OBJET D'UN PUBLIC TO PRIVATE**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 3 : CARACTÉRISTIQUES JURIDIQUES ET FISCALES SELON LES ZONES GÉOGRAPHIQUES**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 4 : SYNTHÈSE DE LA REVUE DE LA LITTÉRATURE DE LA PHASE INTEND**  
.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 5 : ÉTUDES D'ÉVÉNEMENTS SUR LA RENTABILITÉ ANORMALE MOYENNE CUMULÉE (CAAR) POUR LES OPÉRATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 6: PRIMES VERSEES AUX ACTIONNAIRES AU DESSUS DU PRIX DE MARCHÉ LORS D'UNE OPÉRATION DE PUBLIC TO PRIVATE**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 7 : RÉSUMÉ DE LA LITTÉRATURE SUR LA SECONDE PHASE: PHASE IMPACT**  
.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 8 : RÉCAPITULATIF DES HYPOTHÈSES DE L'ÉTUDE DE RENNEBOOG, SIMONS ET WRIGHT (2006)** .....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 9 : ÉTUDES PORTANT SUR L'HYPOTHÈSE RELATIVE AU REALIGNEMENT DES INTÉRÊTS**  
**ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.**

**TABLEAU N° 10: RÉPARTITION DES SALAIRES DANS LES ENTREPRISES EN ESPAGNE**  
.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 11 : COMPOSITION DE L'ACTIONNARIAT DE L'ÉCHANTILLON DES PUBLIC TO PRIVATE**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N°12 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'ÉCHANTILLON DES PUBLIC TO PRIVATE**.....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 13: RÉCAPITULATIF DES HYPOTHÈSES, DE LEUR OPÉRATIONNALISATION ET DES RESULTATS ATTENDUS** .....ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.

**TABLEAU N° 14: DEFINITIONS DES VARIABLES .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°15 : RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE POUR L'EUROPE (86 OBSERVATIONS).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°16 : RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE POUR LE ROYAUME-UNI (108 OBSERVATIONS).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°17 : RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE POUR LES ETATS-UNIS (171 OBSERVATIONS).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°18 : RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE POUR L'ASIE (48 OBSERVATIONS) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°19 : RESULTATS DE LA REGRESSION LOGISTIQUE BINAIRE POUR L'EUROPE .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°20 : RESULTATS DE LA REGRESSION LOGISTIQUE BINAIRE POUR LE ROYAUME-UNI.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°21 : RESULTATS DE LA REGRESSION LOGISTIQUE BINAIRE POUR LES ETATS-UNIS .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°22 : RESULTATS DE LA REGRESSION LOGISTIQUE BINAIRE POUR L'ASIE .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 23: FENETRES D'ETUDES DE LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE SUR DES ECHANTILLONS D'OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 24: FENETRES D'ANTICIPATION DE LA PRIME SUR DES ECHANTILLONS DE PUBLIC TO PRIVATE.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 25: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE POUR CHAQUE FENETRE (OBSERVATIONS = 86) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 26: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE POUR CHAQUE FENETRE (OBSERVATIONS = 108) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 27: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE POUR CHAQUE FENETRE (OBSERVATIONS = 171) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 28: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE POUR CHAQUE FENETRE (OBSERVATIONS = 48).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 29: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE (OBSERVATIONS = 86).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 30: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE (OBSERVATIONS = 108).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 31: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE (OBSERVATIONS = 171).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 32: RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE (OBSERVATIONS = 48).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°33 : PRIMES OBTENUES POUR CHAQUE ZONE GEOGRAPHIQUE DE L'ECHANTILLON.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 34: TEST DE STUDENT SUR LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°35 : TEST DE STUDENT SUR LA PRIME .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 36: TEST DE WILCOXON SUR LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 37 : TEST DE WILCOXON SUR LA PRIME .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N°38 : PRINCIPALES ETUDES SUR LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE SUR DES ECHANTILLONS DE PUBLIC TO PRIVATE ..ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 39 : PRINCIPALES ETUDES SUR LA PRIME SUR DES ECHANTILLONS DE PUBLIC TO PRIVATE.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 40: RECAPITULATIF DES HYPOTHESES ET DES RESULTATS ESCOMPTE.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 41 : COEFFICIENTS DE CORRELATION DE RANG DE SPEARMAN.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 42 : DEFINITIONS DES VARIABLES .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**



**TABLEAU N° 43 : RESULTATS DE L'ANALYSE DE LA REGRESSION MULTIPLE POUR L'EUROPE (OBSERVATIONS : 86) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 44: RESULTAT DE L'ANALYSE DE LA REGRESSION MULTIPLE POUR LE ROYAUME-UNI (OBSERVATIONS : 108) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 45: RESULTATS POUR L'ANALYSE DE LA REGRESSION MULTIPLE POUR LES ETATS-UNIS (OBSERVATIONS : 171) .....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 46 : RESULTATS DE L'ANALYSE DE LA REGRESSION MULTIPLE POUR L'ASIE (OBSERVATIONS : 48).....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

**TABLEAU N° 47: RECAPITULATIF DES HYPOTHESES, DE L'OPERATIONNALISATION ET DES RESULTATS OBTENUS.....ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

# Liste des graphiques

<b>GRAPHIQUE 1 : EVOLUTION DES PUBLIC TO PRIVATE AUX ETATS-UNIS DE 2000 A 2006 .....</b>	<b>16</b>
<b>GRAPHIQUE 2 : EVOLUTION DES PUBLIC TO PRIVATE EN EUROPE DE 2000 A 2006.....</b>	<b>18</b>
<b>GRAPHIQUE 3 : EVOLUTION DES PUBLIC TO PRIVATE EN ASIE DE 2000 A 2006.....</b>	<b>19</b>
<b>GRAPHIQUE N° 4 : LA SOCIETE VIRBAC ET LA FILIALE VIRBAC CORPORATION AVANT LE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>35</b>
<b>GRAPHIQUE N° 5: LA SOCIETE VIRBAC ET LA FILIALE VIRBAC CORPORATION APRES LE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>38</b>
<b>GRAPHIQUE N°6 : PREMIERE ETUDE : .....</b>	<b>42</b>
<b>GRAPHIQUE N°7 : DEUXIEME ETUDE : .....</b>	<b>42</b>
<b>GRAPHIQUE N° 8 : ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE DE 2000 A 2007 .....</b>	<b>121</b>
<b>GRAPHIQUE N° 9: REPRESENTATION DES SECTEURS D'ACTIVITE DANS L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE EN EUROPE .....</b>	<b>122</b>
<b>GRAPHIQUE N° 10: REPRESENTATION DES SECTEURS D'ACTIVITE DANS L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE AU ROYAUME-UNI.....</b>	<b>123</b>
<b>GRAPHIQUE N° 11: REPRESENTATION DES SECTEURS D'ACTIVITE DANS L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE AUX ETATS-UNIS.....</b>	<b>123</b>

<b>GRAPHIQUE N° 12: REPRESENTATION DES SECTEURS D'ACTIVITE DANS L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE EN ASIE.....</b>	<b>124</b>
<b>GRAPHIQUE N°13 : PARTS REPRESENTATIVES DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES EN EUROPE (HORS ROYAUME-UNI) AU SEIN DE L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>126</b>
<b>GRAPHIQUE N°14 : PARTS REPRESENTATIVES DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES AU ROYAUME-UNI AU SEIN DE L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>127</b>
<b>GRAPHIQUE N°15 : PARTS REPRESENTATIVES DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES AUX ETATS-UNIS AU SEIN DE L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>127</b>
<b>GRAPHIQUE N°16 : PARTS REPRESENTATIVES DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES EN ASIE AU SEIN DE L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>128</b>
<b>GRAPHIQUE N° 17: LE PRIVATE EQUITY EN ASIE.....</b>	<b>129</b>
<b>GRAPHIQUE N°18 : REPRESENTATION DES SOCIETES FAMILIALES DANS L'ECHANTILLON DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>130</b>
<b>GRAPHIQUE N° 19: REPRESENTATION DE LA PERIODE D'ESTIMATION ET DE LA FENETRE D'ETUDE.....</b>	<b>198</b>

# Liste des schémas

**SCHEMA N°1 : ATTRAITS ET LIMITES DE LA BOURSE ..... 43**

**SCHEMA N° 2: LE CADRE THEORIQUE SUR LA LITTERATURE DES PUBLIC TO PRIVATE..... 50**

# Liste des abréviations

CAAR : Cumulative Average Abnormal Return

FSA : Financial Services Authority

EDC : Echantillon de contrôle

FCF : Free Cash Flow

IBO : Institutional Buy Out

IPO : Initial Public Offering

LBO : Leveraged Buy-Out

MBI : Management Buy In

MBO: Management Buy Out

PME : Petites et Moyennes Entreprises

PtoP : Opérations de Public to Private

SARs : Substantial Acquisition Rules

# Bibliographie

Achleitner, A-K., Andres, C., Betzer, A. et Weir, C. 2008, Economic consequences of private equity investments on the German stock market, Working Paper, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München, TUM Business School

Achleitner, A-K, Betzer, A., Hinterramskogler, B., 2008, Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe, Working Paper, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München, TUM Business School

Admati, Pfleiderer et Zechner, 1994, Large shareholder activism risk sharing and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, volume 102(6), p 1097-1130

Andrade, G. and Kaplan, S. 1998. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance* 53, 1443-1493.

Andres, C., 2008, Large shareholders and firm performance-an empirical examination of founding-family ownership, *Journal of Corporate Finance*, volume 14, pages 431-445

Amess, K., 2002. Management buy-outs and firm-level productivity: evidence from a panel of U.K. Manufacturing Firms. *Scottish Journal of Political Economy*, 49, 304-317.

Amess, K., 2003. The effects of management buy-outs and on firm-level technical efficiency: evidence from a panel of U.K. machinery and equipment manufacturers. *Journal of Industrial Economics* 51, 35-44.

Amess, K., Brown, S. and Thompson, S. 2007. Management buy-outs, supervision and employee discretion. *Scottish Journal of Political Economy*, 54, 447-474.

Amess, K. and Wright, M., 2007a. The wage and employment effects of leveraged buy-outs in the U.K. *International Journal of Economics and Business*, 14(2), 179-195.

Amess, K. and Wright, M. 2007b. Barbarians at the gate: do LBOs and private equity destroy jobs? CMBOR Occasional Paper.

Amess, K., Girma, S. and Wright, M. 2008. What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buy-outs, Private Equity and Acquisitions in the UK? CMBOR Occasional Paper

Amihud Y., 1989, *Leveraged Management Buy-Outs*, New York: Dow-Jones Irwin

Amihud, Y., Mendelson, H., 1988, Liquidity and assets prices: Financial management implications, *Financial Management*, pages 5-15

Andres, C., Betzer, A., Hoffman, M., 2003, Going Private via LBO – shareholder gains in the European markets, University of Bonn Chair of Finance and Banking.

Asquith P., Wizman, T., 1990, Event risk, wealth redistribution, and its return to existing bondholders in corporate buy-outs, *Journal of Financial Economics*, 195-213

Bacon, N., Wright, M., Demina, N. 2004. Management buy-outs and human resource management. *British Journal of Industrial Relations*, 42(2), 325-347.

Bacon, N., Wright, M., Demina, N., Bruining, H. and Boselie, P. 2007. HRM, Buy-outs and Private Equity in the UK and the Netherlands. CMBOR Occasional Paper.

Baker G., Wruck K., 1989, Organizational changes and value creation in leveraged buyouts: the case of the O.M. Scott & Sons Company, *Journal of Financial Economics*, 25, 163-190

Benoit, B., 1999, Companies and Finance: UK: Professional expenses prove a deterrent to maintaining stock market exposure: but costs of public to private deals can also be considerable, Bertrand Benoit Reports in the Financial Times, 31 Août, page 18

Berle A., Means G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York

Berry W.D, Feldman S., 1985, *Multiple Regression in Practice*, Sage Publications, Londres.

Bhagat, S., Shleifer, A. and Vishny, R. 1990. Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization. *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-84.

Bradley, K. and Nejad, A. 1989. *Managing owners – the NFC Buy-out*. Cambridge: CUP.

Brown, D.T., Fee, C. E. and Thomas, S. E. 2007. Financial leverage and bargaining power with suppliers: Evidence from leveraged buy-outs. AFA 2007 Chicago Meetings Paper

Boulton, T., Lehn, K. and Segal, S.. 2007. The rise of the U.S. private equity market. In *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, edited by

Yasuyuki Fuchita and Robert E. Litan, pp. 141-61. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Brown S.J, Warner J.B, 1985, Using daily stock returns: the case of event study, *Journal of Financial Economics*, volume 14, pages 3-31

Bruining, H., 1992. Performance Improvement post-Management Buy-out, unpublished PhD dissertation Erasmus University Rotterdam, Haveka.

Bruining, H., Bonnet, M. and Wright, M. 2004. Management control systems and strategy change in buy-outs. *Management Accounting Research*, 15, 155-177.

Bruining, H., Boselie, P., Wright, M. and Bacon, N., 2005. The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the U.K. and the Netherlands. *International Journal of Human Resource Management* 16, 345-365.

Bruner, R. and Eades, K. 1992. The crash of the REVCO LBO: The hypothesis of inadequate capital. *Financial Management*, 21, 35-49.

Bruton, G., Keels, J.K. and Scifres, R. L. 2002. Corporate restructuring and performance: an agency perspective on the complete buy-out cycle. *Journal of Business Research*, 55, 709-724.

Bull, I. 1989. Management performance in leveraged buy-outs: an empirical analysis. *Journal of Business Venturing*, 3, 263-78.

Calcagno R., Renneboog L.D.R., 2004, Capital structure and managerial compensation: the effects of remuneration seniority, Discussion Paper 120, Tilburg University, Center of Economic Research

Campbell, J., Lo, A., MacKinlay, A.C., 1997, *Event Study analysis*, Chapter 4 in *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press

CMBOR, 2002, Public to Private buy-outs in the UK and Continental Europe, section 3 in *UK Quarterly Review Summer 2002*, University of Nottingham: Centre For Management Buy-Out Research

CMBOR, 2007. Trends in Management Buy-outs. *Management Buy-outs: Quarterly Review from the Centre for Management Buy-out Research*. CMBOR: University of Nottingham.

Cotter, J.F., Peck, S.W., 2001, The structure of debt and active equity investors: the case of the buy-out specialist, *Journal of Financial Economics*, volume 59, pages 101-147



Corrado, C.J., 1989, A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies, *Journal of Financial Economics*, volume 23, pages 385-395

Cornelli, F. and Karakas, O. 2008. Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards? In Lerner, J. and Gurung, A.(eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, World Economic Forum, pp65-84.

Cowan, A.R., 1992. Nonparametric event study tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2, 343-358.

Cressy, R., Munari, F. and Malipiero, A. 2007. Creative destruction: Evidence that buy-outs cut jobs to raise returns. University of Birmingham Working Paper.

Dahya, J., & Powell, R. (1998), Ownership structure, managerial turnover and takeovers: Further U.K. evidence on the market for corporate control. *Multinational Finance Journal*, 2 (1), 63-85.

Davis S., Day R., 1998, Public to Private Deals: reducing the risk and removing the uncertainty, *UK Venture Capital Journal*, 5, 1-6

DeAngelo H., DeAngelo L., Rice E., 1984, Shareholder wealth and going private, *Journal of Law and Economics*, 27, 367-402

DeAngelo L., 1986, Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buy-outs if public stockholders, *Accounting Review*, 61, 400-420

Denis, D.J., 1994, Organizational form and the consequences of highly leveraged transactions: Kroger's recapitalization and Safeway's LBO, *Journal of Financial Economics*, volume 36, pages 193-224

Demsetz H., 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390

Demsetz H., Lehn K., 1985, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177

Desbrières P., Schatt A., 2002, The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French case, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 695-729

Dicker, A., 1990, *Tax Issues in De Caires, Corporate Restructuring* London: Euomoney Publications

Eddey, P., Lee, K. and Taylor, S. 1996. What motivates going private?: An analysis of Australian firms. *Accounting and Finance*, 36, 31-50.

Easterbrook, F.H, Fischel, D.R.,1983, Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 26, 395-428

Easterwood J., Singer R., Seth A., Lang D., 1994, Controlling the conflict of Interest in Management Buyouts, *Review of Economics and Statistics*, volume 76, pages 512-522

Evans, J., Poa, M. and Rath, S. 2005. The financial and governance characteristics of Australian companies going private. *International Journal of Business Studies*, 13, 1-24.

Faccio, M., Lang, LHP, 2002, The ultimate ownership of western European Corporations, *Corporate Governance in the New Global Economy*, Edward Publishing

Fama E. et al., 1969, The adjustment of stock price to new information, *International Economics Reviews*, February

Franks, J., Mayer, C., Renneboog, L., 2001, Who disciplines management of poorly performing companies?; *Journal of Financial Intermediation*, volume 10, pages 209-248

Folkman, P., Froud, J., Johal, S. and Williams, K. 2007. Capital market intermediaries and present day capitalism, *Business History*, forthcoming.

Fox I., Marcus A., 1992, The causes and consequences of leveraged management buyouts, *Academy of Management Review*, 17, 62-85

Frankfurter G.M., Gunay E., 1992, Management buy-outs: the sources and sharing of wealth between insiders and outside shareholders, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 32,82-95

Geranio, Zanotti (2007), Equity markets don't gill all companies: an analysis of public-to-private deals in Continental Europe, Working Paper, SDA Bocconi

Gillet, P., 2006, L'efficience des marchés financiers, volume 2, *Economica*

Goh, J., Gombola, M., Liu, F.Y. and Chou, D., 2002. Going-private restructuring and earnings expectations: a test of the release of favorable information for target firms and industry rivals. Working paper.

Goergen, M., Renneboog, L., 2004. Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management Journal* 10, 9-45.

Green, S. 1992. The impact of ownership and capital structure on managerial motivation and strategy in management buy-outs: A cultural analysis. *Journal of Management Studies*, 29(4), 513-535.

- Grossman, S.J., Hart, O.D., 1980, Take-over bids the free-rider problem and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics*, volume 11, pages 42-64
- Grossman, S.J, Hart, O.D., 1998, One-share vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 175-202
- Guo, S., Hotchkiss, E. and Song, W. 2007. Do buy-outs (Still) create value? SSRN Working Paper.
- Gugler, K. et ali., 2003, The effects of mergers: an international comparison, *International Journal of Industrial Organization*, volume 21, pages 625-653
- Hachette I., 1991, Transfert de richesse et Structure du capital: le cas français 1980-1990, Thèse de Doctorat, Université Paris Dauphine
- Halpern P., Kieschnick R., Rotenberg W., 1999, On the heterogeneity of leveraged going private transactions, *Review of Financial Studies*, 12, 281-309
- Harlow W.V., Howe J.S., 1993, Leveraged buyouts and insider nontrading, *Financial Mangement*, 22, 109-118
- Hubbard, G., Palia, D., 1995, Benefits of control, managerial ownership and the stock returns of acquiring firms, *RAND Journal of Economics*, volume 26, pages 782-794
- Ippolito, R., James, W., 1992, LBOs, Reversion and Implicit Contracts, *Journal of Finance*, volume 47, pages 139-167
- Jelic, R., Saadouni, B. and Wright, M. 2005. Performance of private to public MBOs: the role of venture capital. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 643-682.
- Jensen M.C, Meckling W., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- Jensen, M.C., Ruback, R.S., 1983, The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, volume 11, pages 5-50
- Jensen M.C, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329
- Jensen M.C, 1989, The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 67, 61-74
- Jensen M.C, Kaplan S., Stiglin L., 1989, Effects of LBOs on tax revenues of the US treasury, *Tax Notes* 42, 727-733
- Kaestner R., Liu F.Y., 1996, Going Private Restructuring: the role of insider trading, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 779-806

- Kaplan S.N, 1989a, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254
- Kaplan S.N, 1989b, Management buyouts: evidence on taxes as a source of value, *Journal of Finance*, 44, 611-632
- Kaplan S.N, 1991, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 29, 287-313
- Kaplan S.N, 1993, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 15-24
- Kaplan S.N, Stein J., 1993, The evolution of buyouts pricing and financial structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 313-359
- Kaplan S.N, 1997, The evolution of corporate governance: we are all Henry Kravis now, Working Paper
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2001, Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring, *American Economic Review*, volume 91, pages 426-430
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2008, Leveraged buyouts and private equity, Working Paper, National Bureau of Economic Research
- Kennedy, V., Limcnack, 1996, Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control, *Journal of Business Finance and Accounting*, volume 23, pages 267-293
- Kieschnick R.L, 1989, Management buyouts of public corporations: an analysis of prior characteristics, in: Amihud Y. (ed.), *Leveraged Management Buy-Outs*, Nex York: Dow-Jones Irwin
- Kieschnick R.L, 1998, Free Cash Flow and stockholder gains in going private transactions revisited, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 187-202
- Kosedag, A., Lane W.R., 2002, Is it Free Cash Flow, Tax Savings or Neither? An empirical study of two leading going-private explanations: the case of re-LBOs, *Journal of Business Finance and Accounting*, volume 29, pages 257-271
- Kothari, S.P., Warner, J.B., 1997, Measuring long-horizon security performance, *Journal of Financial Economics*, volume 43, pages 301-339
- Klein, A., Zur, E., forthcoming 2009, Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors, *Journal of Finance*
- Kuhn Capital, 2003, *Going-Private Equity*, Kuhn Capital Publication
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, volume 54, pages 471-517

Lardic, S., Mignon, V., 2006, *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, La Découverte, Collection Repères.

Lee, C.I., Rosenstein, S., Rangan, N., Davidson, W.N., 1992, Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts, *Financial Management*, volume 21, pages 58-72

Lehn K., Poulsen A., 1989, Free Cash Flow and stockholder gains in going private transactions, *Journal of Finance*, 44, 771-788

Lehn, K., Netter, J., Poulsen, A., 1990, Consolidating corporate control: the choice between dual-class recapitalizations and leveraged buyouts, Working Paper, University of Georgia.

Lerner, J., Strömberg, P. and Sørensen, M. 2008. Private equity and long-run investment: the case of innovation. In Lerner, J. and Gurung, A.(eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, World Economic Forum, pp.27-42.

Lichtenberg F., Siegel D., 1990, The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects on firm behaviour, *Journal of Financial Economics*, 27, 557-580

Long W.F, Ravenscraft D.J, 1993, The financial performance of whole company LBOs, US Bureau of Census Discussion Paper CES 93-16

Lowenstein L., 1985, Management Buyouts, *Columbia Law Review*, 85, 730-784

Marais L., Schipper K., Smith A., 1989, Wealth effects of going private for senior securities, *Journal of Financial Economics*, 23, 155-191

Martin, K.J., McConnell, J.J., 1991, Corporate performance, corporate takeovers and management turnover, *Journal of Finance*, volume 42, pages 671-687

Maug, E., 1998, Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, *Journal of Finance*, volume 53, pages 65-98

Maupin R.J., Bidwell C.M., Ortegren A.K., 1984, An empirical investigation of the characteristics of publicly quoted corporations that change to closely held ownership through management buyouts, *Journal of Business Finance and Accounting*, 11, 435-450

Maupin, R. 1987. Financial and stock market variables as predictors of management buy-outs. *Strategic Management Journal*, 8, 319-27.

May, D.O., 1995, Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?, *Journal of Finance*, volume 50, pages 1291-1308

McConnell, J.J., Servaes, H., 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, volume 27, pages 595-613

- Michel A., Shaked I., 1986, *Takeovers madness: corporate America fights back*, New York: John Wiley and Sons
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1988, Management ownership and market valuation – an empirical analysis, *Journal of Finance Economics*, volume 20, pages 293-315
- Muscarella C., Vetsuypens M., 1990, Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *Journal of Finance*, 65, 1389-1413
- Murphy, K.J., 1985, Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics*, volume 7, pages 11-42
- Maug, E., 1998, Large shareholders as monitors: is there a tradeoff between liquidity and control ?, *Journal of Finance*, volume 53, pages 65-98
- Mitchell, M., Mulherin, H., 1996, The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *Journal of Financial Economics*, pages 193-229
- Nikoskelainen, E. and Wright, M., 2007. The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buy-outs. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 511-537.
- North, D.S., 2001, The role of managerial incentives in corporate acquisitions: evidence from the 1990s, *Journal of Corporate Finance*, volume 7, pages 125-149
- Opler T.C, 1992, Operating performance in leveraged buyouts: evidence from 1985-1989, *Financial Management*, 21, 27-34
- Opler T., Titman S., 1993, The determinants of leveraged buyout activity, Free Cash Flow versus financial distress costs, *Journal of Finance*, 48, 1985-1999
- Palepu K.G, 1990, Consequences of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, 247-262
- Paquerot, M., 1996, L'enracinement des dirigeants et ses effets, *Revue Française de Gestion*, pages 215-225
- Renneboog, L., Simons T., 2005, Public-to-Private transactions:LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, ECGI, Finance Working Paper, n° 94/2005
- Renneboog, L., Simons T., and Wright M., 2006, Public-to-Private transactions in the UK, Working paper Tilburg University.
- Roll, R. 1977, A critic of the pricing theory's tests, *Journal of Financial Economics*, pages 879-888
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business*, volume 59, pages 197-216

- Ross S., 1973, Economic Theory of Agency: the principal's problem, *American Economic Review*, 63, 134-139
- Ryngaert, M., Netter, J., 1990, Shareholder wealth effects of the 1986 Ohio takeover law revisited: its real effects, *Journal of Law, Economics and Organization*, volume 6, pages 253-262
- Sappington, D.E.M., 1991, Incentives in Principal-Agent Relationships, *Journal of Economic Perspectives*, volume 5, pages 45-66
- Schadler, F.P., Karns, J.E., 1990, The unethical exploitation of shareholders in management buyout transactions, *Journal of Business Ethics*, volume 9, 595-602
- Servaes, H., 1994, Do takeover targets overinvest ?, *Review of Financial Studies*, volume 7, pages 253-277
- Shleifer A., Summers C.H., 1988, Breach of trust in hostile takeovers, Chapter 2 in Auerbach, A.J., ed. *Corporate takeovers: causes and consequences*, Chicago: University of Chicago Press
- Short, H., Keasey, K., 1997, *Corporate Governance: Responsibilities, risks and remuneration*, Chapter Institutional Shareholders and Corporate Governance, John Wiley, Chichester
- Singh, H. 1990. 'Management buy-outs and shareholder value. *Strategic Management Journal*, 111-29.
- Slovin, M.B., Sushka, M.E., Bendeck, Y.M., 1991, The intra-industry effects of going private proposals, *Journal of Finance*, volume 46, pages 1537-1550
- Smart, S. B. and Waldfogel, J. 1994. Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buy-outs. *Review of Economics and Statistics*, 76, 503-511.
- Smith, A., 1990. Capital ownership structure and performance: the case of management buy-outs. *Journal of Financial Economics*, 13, 143-165.
- Stulz R., 1988, Managerial control of voting rights, financing policies, and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54
- Strömberg, P. 2008. The new demography of private equity. In Lerner, J. and Gurung, A.(eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, World Economic Forum, pp3-26.
- Sudarsanam, S., Wright, M. and Huang, J. 2007. Going private buy-outs and shareholder wealth gains: Impact of bankruptcy risk. CMBOR Occasional Paper. January

Thompson, S., Wright, M. and Robbie, K. 1992. Management equity ownership, debt and performance: some evidence from UK management buy-outs. *Scottish Journal of Political Economy*, 39, 413-430.

Torabzadeh, K.M. and Bertin W.J., 1987, Leveraged buyouts and shareholder wealth, *Journal of Financial Research* 10, 313-319.

Travlos, N.G., Cornett, M.M., 1993. Going private buy-outs and determinants of shareholders' returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8, 1-25.

Van De Gucht L.M., Moore W.T., 1998, Predicting the duration and reversal probability of leveraged buyouts, *Journal of Empirical Finance*, 5, 299-315

Warga, A., Welch, I., 1993, Bondholder losses in leveraged buyouts, *The Review of Financial Studies*, volume 6, pages 959-982

Weir, C., Laing, D. and Wright, M., 2003, Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: an analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK, Working paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D. and Wright, M., 2004, Public to private takeovers and the market for corporate control, Working Paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D., Wright, M. and Burrows, A., 2005, Financial distress costs, incentive realignment, private equity and the decision to go private: public to private activity in the UK, Working Paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D., Wright, M., 2005a, Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: an analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK, *Journal of Business Finance and Accounting*, forthcoming

Weir, C., Laing, D., Wright, M., 2005b, Undervaluation, Private Information, Agency costs and the decision to go private, *Applied Financial Economics*, Forthcoming

Weston J.F., Chung K.S., Siu J.A., 1998, Takeovers, restructuring and corporate governance, second edition, New York: Prentice-Hall

White, H., 1980, A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica*, volume 48, pages 817-838

Wright, M., Chiplin, B., Robbie, K., Albrington, M., 2000, The development of an organizational innovation: Management buy-outs in the UK, *Business History*, volume 42, pages 137-184

Wright, M., Renneboog, L.D.R., Simons, T., Scholes, L., 2006, Leveraged buyouts in the U.K. and continental Europe: retrospect and prospect, Discussion Paper 70, Tilburg University, Center for Economic Research.



Wright, M., Thompson, S., Chiplin, B. and Robbie, K., 1991, Buy-ins and buy-outs: new strategies in corporate management, London: Graham & Trotman Ltd.

Wright M., Thompson, S. and Robbie, K., 1992. Venture capital and management-led leveraged buy-outs: A European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7, 47-71.

Wright, M., Robbie, K., Thompson, S. and Starkey, K., 1994, Longevity and the life-cycle of management buy-outs, *Strategic Management Journal* 15, 215-227.

Wright, M., Thompson, S., Robbie, K. and Wong P., 1995, Management buy-outs in the short and long term, *Journal of Business Finance and Accounting* 22, 461-483.

Wright, M. Wilson, N., Robbie, K., Ennew C., 1996a, An analysis of failure in UK buy-outs and buy-ins, *Managerial and Decision Economics*, 17, 57-70

Wright, M., Wilson, N. and Robbie, K. 1996b. The longer term effects of management-led buy-outs. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5, 213-234.

Wright, M., Hoskissen, R.E., Busenitz, L.W. and Dial, J., 2000, Entrepreneurial growth through privatization: the upside of management buyouts, *The Academy of Management Journal* 25, 591-601.

Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. and Amess, K. 2007. *The implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research*, Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance. Paris: OECD.

Zahra, S.A., 1995. Corporate entrepreneurship and financial performance: the case of management leveraged buy-outs. *Journal of Business Venturing*, 10, 225-247

# Table des matières

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>2</b>
<b>CHAPITRE 1 : PUBLIC TO PRIVATE (PTOP) : LA SORTIE DE BOURSE.....</b>	<b>10</b>
<b>I. QU'EST-CE QU'UNE OPERATION SOUS FORME DE PUBLIC TO PRIVATE ? .....</b>	<b>12</b>
<b>II. EVOLUTION INTERNATIONALE DES OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>15</b>
A. LES ETATS-UNIS.....	15
B. LE ROYAUME-UNI.....	17
C. L'EUROPE.....	18
D. L'ASIE.....	19
<b>III. LE DEROULEMENT D'UNE OPERATION DE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>20</b>
A. LA MISE EN PLACE D'UN RETRAIT DE LA COTE AU ROYAUME-UNI.....	21
1. <i>L'Offre Publique d'Achat (OPA)</i> .....	22
2. <i>Le droit d'achat obligatoire</i> .....	25
3. <i>Le retrait de la cote</i> .....	26
4. <i>La procédure de fusion réglementaire</i> .....	26
5. <i>Synthèse</i> .....	27
B. LA MISE EN PLACE D'UN RETRAIT DE LA COTE EN FRANCE .....	27
1. <i>L'Offre Publique d'Achat (OPA)</i> .....	27
2. <i>Sécuriser une part substantielle du capital</i> .....	29
3. <i>La garantie de cours</i> .....	30
4. <i>L'Offre Publique de Retrait (OPR)</i> .....	31
5. <i>Synthèse</i> .....	32
C. L'EXPERIENCE EN FRANCE ET A L'ECHELLE INTERNATIONALE.....	32
1. <i>En France</i> .....	32
2. <i>Au Royaume-Uni</i> .....	32
3. <i>Aux Etats-Unis</i> .....	33
D. EXEMPLE DE SORTIE DE BOURSE : LE CAS DE LA SOCIETE VIRBAC.....	34
1. <i>Historique</i> .....	34
2. <i>Schéma avant le Public to Private</i> .....	35
3. <i>Raisons du retrait de la cote de Virbac Corporation</i> .....	35
4. <i>Déroulement de l'opération</i> .....	36
4.1 <i>Première étape</i> .....	36
4.2 <i>Deuxième étape</i> .....	37
<b>IV. LES MOTIFS DE SORTIE DE LA COTE DES SOCIETES.....</b>	<b>39</b>
A. UN CONTEXTE BOURSIER DIFFICILE .....	39
B. DES COUTS DE COTATION IMPORTANTS .....	39
C. UNE PLUS GRANDE LIBERTE DE GESTION .....	40
D. UNE GARANTIE CONTRE LES PRISES DE CONTROLE HOSTILES .....	41
E. AUTRES MOTIVATIONS .....	41
<b>V. SPECIFICITES INTER-ZONE DE LA MISE EN PLACE D'UN PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>45</b>

<b>CHAPITRE 2 : TRAVAUX EMPIRIQUES SUR LES OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE .....</b>	<b>48</b>
<b>I. QU'EST-CE QUI MOTIVE LES OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE ? .....</b>	<b>50</b>
A. HYPOTHESE DE COUTS D'AGENCE LIES A L'ACTIONNARIAT .....	51
1. <i>Hypothèse de réaligement des intérêts</i> .....	51
2. <i>Hypothèse de Free Cash Flow</i> .....	52
3. <i>Hypothèse de contrôle</i> .....	52
B. HYPOTHESE LIEE AU TRANSFERT DE RICHESSE ENTRE LES PARTIES PRENANTES ET LES OBLIGATAIRES ...	53
1. <i>Transfert de richesse vers les obligataires</i> .....	53
2. <i>Transfert de richesse vers les parties prenantes</i> .....	54
C. HYPOTHESE D'ECONOMIE FISCALE .....	54
D. HYPOTHESE DE COUTS DE COTATION .....	54
E. HYPOTHESE DE PRISE DE CONTROLE .....	55
F. HYPOTHESE DE SOUS-EVALUATION .....	55
<b>II. LITTERATURE EMPIRIQUE SUR LES OPERATIONS DE PUBLIC TO PRIVATE.....</b>	<b>57</b>
A. PREMIERE PHASE : <i>PHASE INTEND</i> .....	58
1. <i>Méthodologie</i> .....	58
2. <i>Résultats empiriques</i> .....	58
2.1 Résultats empiriques relatifs aux coûts d'agence, à l'économie fiscale, la défense de prise de contrôle et à la sous-évaluation.....	59
2.2 Autres études empiriques .....	61
3. <i>Synthèse</i> .....	61
B. DEUXIEME PHASE : <i>PHASE IMPACT</i> .....	62
1. <i>Méthodologie</i> .....	62
1.1 La rentabilité anormale .....	62
1.2 La prime.....	63
2. <i>Résultats empiriques</i> .....	65
2.1 Hypothèse des coûts d'agence liés aux actionnaires .....	65
2.2 Hypothèse de transfert de richesse .....	66
2.3 Hypothèse d'économie fiscale .....	67
2.4 Hypothèse des coûts de cotation .....	67
2.5 Hypothèse de sous-évaluation.....	67
2.6 Concurrence d'offreurs .....	68
3. <i>Synthèse de la phase Impact</i> .....	69
<b>III. RESUME DES TRAVAUX EMPIRIQUES .....</b>	<b>70</b>
<b>IV. SYNTHESE DE LA REVUE DE LA LITTERATURE SUR LES PUBLIC TO PRIVATE :</b>	
<b>ARTICLES DE REFERENCE .....</b>	<b>80</b>
A. ARTICLES DE REFERENCES.....	80
1. <i>Achleitner, Betzer, Hinterramskogler (2008)</i> .....	80
2. <i>Renneboog, Simons et Wright (2006)</i> .....	84
3. <i>Geranio et Zanotti (2007)</i> .....	88
B. ANALYSE DES FACTEURS DETERMINANTS .....	90
<b>V. PROBLEMATIQUE .....</b>	<b>92</b>
<b>CHAPITRE 3 : HYPOTHESES-METHODOLOGIE DE TEST-CHOIX DES DONNEES .....</b>	<b>97</b>
<b>I. LES HYPOTHESES : DETERMINATION DES PRINCIPALES SOURCES DE CREATION DE VALEUR.....</b>	<b>99</b>
A. ECONOMIE FISCALE .....	99
B. LA REDUCTION DES COUTS D'AGENCE.....	101
1. <i>Réaligement des intérêts des actionnaires et du management</i> .....	101
1.1 Divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants.....	101
1.2 Conséquences de ces divergences.....	102
1.3 Implication du management dans le capital .....	103
2. <i>Concentration du contrôle</i> .....	106
3. <i>Théorie du Free Cash Flow et perspectives de croissance</i> .....	106

C. TRANSFERT DE VALEUR DES PORTEURS DE DETTE VERS LES ACTIONNAIRES.....	108
D. TRANSFERT DE VALEUR DES EMPLOYES VERS LES ACTIONNAIRES.....	109
E. L'ECONOMIE DES COUTS DE COTATION.....	109
F. PROTECTION ANTI-RACHAT.....	110
G. LA SOUS-EVALUATION.....	111
<b>II. METHODOLOGIE.....</b>	<b>114</b>
A. PHASE MOTIVATION.....	114
B. PHASE ESTIMATION.....	114
1. <i>La méthode de l'étude d'évènement</i> .....	114
2. <i>L'étude de la prime</i> .....	115
C. PHASE IMPACT.....	116
<b>III. ECHANTILLON.....</b>	<b>117</b>
A. SOURCE DES DONNEES.....	117
B. TRAITEMENT DES DONNEES.....	118
C. CARACTERISTIQUES DES DONNEES.....	120
1. <i>Composition de l'échantillon</i> .....	120
2. <i>Composition sectorielle</i> .....	122
3. <i>Composition de l'actionnariat</i> .....	128
4. <i>Statistiques de l'échantillon</i> .....	131
5. <i>Conclusion</i> .....	134
<b>CHAPITRE 4 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE MOTIVATION.....</b>	<b>137</b>
<b>I- METHODOLOGIE.....</b>	<b>139</b>
A. HYPOTHESES ET OPERATIONNALISATION.....	139
1. <i>Economie Fiscale</i> .....	139
2. <i>Réalignement des intérêts</i> .....	140
3. <i>Contrôle</i> .....	141
4. <i>Free Cash Flow et Perspectives de croissance</i> .....	142
5. <i>Les coûts de cotation</i> .....	144
6. <i>La protection anti-rachat</i> .....	144
7. <i>La sous-évaluation</i> .....	145
B. ECHANTILLON DE CONTROLE : METHODOLOGIE ET STATISTIQUES.....	147
C. ANALYSE UNIVARIEE.....	149
1. <i>Présentation de la méthodologie</i> .....	149
2. <i>Test paramétrique</i> .....	150
3. <i>Test non paramétrique</i> .....	151
D. ANALYSE MULTIVARIEE : LA REGRESSION LOGISTIQUE BINAIRE.....	152
1. <i>Définition du modèle</i> .....	152
2. <i>Interprétation des coefficients</i> .....	155
3. <i>Significativité des coefficients</i> .....	156
4. <i>Qualité du modèle de régression</i> .....	156
5. <i>Le modèle LOGIT</i> .....	157
<b>II. RESULTATS.....</b>	<b>160</b>
A. RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE.....	160
1. EUROPE.....	161
2. LE ROYAUME-UNI.....	163
3. LES ETATS-UNIS.....	165
4. L'ASIE.....	167
B. RESULTATS DE L'ANALYSE MULTIVARIEE.....	169
2. <i>L'Europe</i> .....	171
3. <i>Le Royaume-Uni</i> .....	174
4. <i>Les Etats-Unis</i> .....	176
5. <i>L'Asie</i> .....	178
<b>III. SYNTHESSES DES RESULTATS.....</b>	<b>180</b>

A.	ECONOMIE FISCALE.....	180
B.	REALIGNEMENT DES INTERETS .....	181
C.	CONTROLE.....	181
D.	FREE CASH FLOW.....	181
E.	PERSPECTIVES DE CROISSANCE.....	182
F.	PROTECTION ANTI-RACHAT .....	182
G.	SOUS-EVALUATION.....	182
H.	CONCLUSION.....	183
<b>IV. DETERMINATION DES PROFILS TYPES D'UNE OPERATION DE PUBLIC TO PRIVATE....</b>		<b>187</b>
A.	L'EUROPE .....	187
B.	LE ROYAUME-UNI.....	187
C.	LES ETATS-UNIS.....	187
D.	L'ASIE.....	187
<b>CHAPITRE 5 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE ESTIMATION .....</b>		<b>191</b>
<b>I- METHODOLOGIE : ETUDE D'EVENEMENT .....</b>		<b>193</b>
A.	LE PRINCIPE.....	193
1.	<i>Définition de l'évènement et date d'annonce</i> .....	194
2.	<i>Sélection des titres</i> .....	195
3.	<i>Fenêtre d'évènement</i> .....	195
4.	<i>Fenêtre d'estimation des paramètres</i> .....	197
5.	<i>Rentabilité de référence</i> .....	198
5.1	Constant Mean Return Model appelé Modèle de la Moyenne.....	199
5.2	Modèle de marché.....	200
5.3	Rentabilité du marché.....	201
6.	<i>Calcul de la rentabilité anormale</i> .....	202
7.	<i>Un résumé</i> .....	203
B.	PROCEDURE DE TESTS.....	203
1.	<i>Rentabilité anormale moyenne cumulée</i> .....	204
2.	<i>Prime</i> .....	207
3.	<i>Comparaison</i> .....	209
3.1	Test de comparaison de moyenne .....	209
3.2	Test de Wilcoxon .....	210
<b>II. RESULTATS .....</b>		<b>211</b>
A.	LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE CUMULEE (CAAR).....	211
1.	<i>Evènement 1</i> .....	212
1.1	L'Europe (hors Royaume-Uni).....	212
1.2	Le Royaume-Uni.....	212
1.3	Les Etats-Unis.....	213
1.4	L'Asie .....	213
2.	<i>Evènements 1+2</i> .....	214
2.1	L'Europe .....	214
2.2	Le Royaume-Uni.....	214
2.3	Les Etats-Unis.....	215
2.4	L'Asie .....	215
B.	LA PRIME.....	217
C.	COMPARAISON .....	219
1.	<i>Test paramétrique</i> .....	219
1.1	La Rentabilité Anormale Moyenne Cumulée.....	219
1.2	La Prime.....	220
2.	<i>Test de Wilcoxon</i> .....	221
2.1	La rentabilité anormale moyenne cumulée .....	221
2.2	La prime.....	222
<b>VI. INTERPRETATIONS.....</b>		<b>223</b>
A.	L'ETUDE D'EVENEMENT .....	223
B.	LA PRIME.....	228

C.	COMPARAISON .....	232
1.	<i>La rentabilité anormale moyenne cumulée</i> .....	232
2.	<i>La prime</i> .....	233
<b>CHAPITRE 6 : TESTS DES HYPOTHESES DE LA PHASE IMPACT</b> .....		<b>236</b>
<b>I.</b>	<b>METHODOLOGIE : HYPOTHESES ET VARIABLES</b> .....	<b>238</b>
A.	HYPOTHESES ET VARIABLES .....	238
1.	<i>Economie Fiscale</i> .....	238
2.	<i>Réalignement des intérêts</i> .....	239
3.	<i>Contrôle</i> .....	239
4.	<i>Free Cash Flow et Perspectives de croissance</i> .....	240
5.	<i>Coût de cotation</i> .....	241
6.	<i>Protection anti-rachat</i> .....	241
7.	<i>Sous-évaluation</i> .....	242
B.	METHODOLOGIE DES TESTS : MODELE DE REGRESSION LINEAIRE MULTIPLE .....	244
1.	<i>Définition du modèle</i> .....	246
2.	<i>Comment juger de la qualité du modèle ?</i> .....	248
3.	<i>Limites du modèle</i> .....	249
3.1	<i>La linéarité</i> .....	249
3.2	<i>La corrélation</i> .....	249
3.3	<i>La multicolinéarité</i> .....	250
3.4	<i>Les valeurs aberrantes</i> .....	251
4.	<i>Hypothèses sur les résidus de la régression</i> .....	251
5.	<i>Le modèle</i> .....	252
<b>II.</b>	<b>RESULTATS</b> .....	<b>253</b>
A.	L'EUROPE (HORS ROYAUME-UNI) .....	254
B.	LE ROYAUME-UNI .....	256
C.	LES ETATS-UNIS .....	258
D.	L'ASIE .....	260
<b>III.</b>	<b>INTERPRETATIONS</b> .....	<b>262</b>
A.	HYPOTHESE D'ECONOMIE FISCALE .....	262
B.	HYPOTHESE DE REALIGNEMENT D'INTERET .....	263
C.	HYPOTHESE DE CONTROLE .....	264
D.	HYPOTHESE DE FREE CASH FLOW ET DE PERSPECTIVES DE CROISSANCE .....	265
E.	HYPOTHESE DE COUTS DE TRANSACTION .....	266
F.	HYPOTHESE DE PRISE DE CONTROLE .....	267
G.	HYPOTHESE DE SOUS-EVALUATION .....	267
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....		<b>272</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....		<b>279</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b> .....		<b>279</b>
<b>LISTE DES SCHEMAS</b> .....		<b>285</b>
<b>LISTE DES ABREVIATIONS</b> .....		<b>286</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....		<b>287</b>

