

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-Marín 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

Résumé : Pourquoi ce tel engouement pour les opérations de Public to Private (PtoP) au cours des dernières années ? Cette question nous a conduits à identifier les motivations qui incitent les sociétés à sortir de la bourse et à évaluer l'impact qu'elles ont sur la richesse des actionnaires. Notre recherche porte sur la période 2000-2007 selon différentes zones géographiques : les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie. Elle est organisée en deux parties. Un échantillon à l'échelle internationale a été créé dans le but d'avoir une vision plus large sur l'ampleur des opérations de Public to Private et d'obtenir les différentes spécificités de chaque zone géographique. Ceci nous permet d'avoir un profil type des Public to Private selon les pays étudiés.

La première partie est consacrée au cadre théorique. Une analyse de la mise en place d'une telle opération et son évolution dans le temps font l'objet de notre **chapitre 1**. En effet, une opération de Public to Private fait appel à de nombreuses notions, que ce soit en gestion telle que l'économie industrielle, la finance, le management ou que ce soit en droit tels que le droit boursier, le droit des sociétés ou le droit des affaires. C'est la raison pour laquelle, une synthèse du mécanisme de ces opérations est importante à connaître avant une étude plus approfondie. La revue de la littérature (**chapitre 2**) montre les limites de la recherche française et internationale en la matière, ce qui nous a encouragés à développer cette analyse internationale. Une synthèse des différents travaux empiriques nous a permis de situer nos objectifs de recherche ainsi que l'apport qu'ils peuvent représenter. Ensuite, nous avons formulé dans le **chapitre 3**, les différentes hypothèses à tester ainsi que la méthodologie employée. Sept hypothèses (Renneboog et Simons, 2005) ont été sélectionnées. Chacune a été spécifiée selon les analyses empiriques envisagées : l'étude des motivations des opérations de Public to Private et l'impact de ces dernières sur la richesse des actionnaires. Une autre hypothèse sera ajoutée à notre étude, celle relative aux perspectives de croissance de ces opérations.

La deuxième partie est réservée aux analyses empiriques basées sur les motivations des opérations de Public to Private, ce qui caractérise la *phase Motivation* (**chapitre 4**). Elles sont déterminées en faisant une comparaison entre l'échantillon de notre étude et un échantillon de contrôle, constitué de sociétés cotées en bourse. Tous les deux sont constitués de 413 firmes. Deux analyses empiriques ont été réalisées : d'une part une analyse univariée permettant de calculer la différence de moyenne entre les variables utilisées pour chaque hypothèse et de tester leur significativité. D'autre part, une régression logistique binaire a été conçue afin de déterminer un profil type des opérations qui sortent de la cotation boursière

pour atteindre le statut privé. Cette régression a été réalisée pour chaque zone géographique avec des différents modèles selon l'opérationnalisation des hypothèses. Par ailleurs, des tests de comparaison de moyenne ont été réalisés (tests paramétriques et non paramétriques). L'évaluation de la richesse des actionnaires est mesurée par deux indicateurs (Renneboog, Simons et Wright, 2006) : la prime et la rentabilité anormale moyenne cumulée : c'est la *phase Estimation (chapitre 5)*. Ces deux mesures ont été calculées d'une part et ensuite testées (tests de Kothari et Warner (1997), t-test, test de Cowan (1992)). Ces dernières représenteront les variables dépendantes de notre modèle étudiant l'impact des opérations de Public to Private sur la richesse des actionnaires (**chapitre 6**). Pour cela, nous aurons recours à une régression linéaire multiple selon les zones géographiques étudiées. Les huit hypothèses ont été testées et permettent au final de déterminer les sources créatrices de richesse pour les actionnaires. Cette étude permet d'analyser la *phase Impact*

Les résultats obtenus ont été les suivants. Nous les avons présentés en deux parties selon la *phase Motivation* et selon la *phase Impact* :

La phase Motivation :

- ⇒ Les managers sont moins présents dans les sociétés de PtoP 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.
- ⇒ Le bloc contrôle a une part plus faible dans les sociétés en PtoP ce qui engendre des coûts d'agence importants d'où l'intérêt pour ces dernières de se retirer de la cote. Le bloc Famille est davantage controversé dans le sens où il n'est réellement significatif qu'en Europe (Andres, 2008 ; Faccio et Lang, 2002).
- ⇒ Les PtoP font davantage l'objet de prise de contrôle hostile.
- ⇒ Seuls les 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 PtoP est plus élevé que celui des sociétés cotées en Bourse et le Q ratio est plus faible pour les PtoP.

La phase Impact :

- ⇒ 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 sans obtenir un seuil de significativité assez intéressant (supérieur à 10%).

- ⇒ 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 l'actionnariat en Europe est davantage concentré par rapport aux cas des Etats-Unis et de l'Asie. L'ensemble des autres blocs est significatif mais ils obtiennent tous des relations négatives ce qui confirme le fait que le bloc contrôle avant le retrait de la cote de la société est plus faible par conséquent, les gains obtenus par les actionnaires sont plus importants et inversement. Ceci s'avère véridique jusqu'à ce que la société obtienne son statut privé.
- ⇒ Le niveau des Free Cash Flow est un facteur important : plus leur niveau est élevé et plus la richesse des actionnaires sera importante. De plus les sociétés qui se retirent de la cote ont de faibles perspectives de croissance (niveau du Q ratio), ce qui réduit les gains obtenus par les actionnaires.
- ⇒ Les coûts de cotation font partie d'un facteur déterminant : la suppression de ces derniers engendrent une rémunération plus importante pour les actionnaires.
- ⇒ La variable « Prise de contrôle avant le rachat » relative à l'hypothèse 7 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 est importante.
- ⇒ Et 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 PtoP 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

L'ensemble des résultats obtenus par cette étude consacrée à l'impact des PtoP sur la richesse des actionnaires s'est avéré en parfaite adéquation avec ceux obtenus dans la *phase Motivation*.