

Les opérations de cession en Europe: effet d'annonce et mode de paiement.

Giulia Marini

Prof. Stefano Lovo



**Mémoire de Recherche
Mai 2006**

Problématique

Le sujet analysera les effets d'annonce des cessions à un repreneur corporate. Est-il vrai comme aux Etats-Unis, que la vente d'actif se négocie avec une prime si le vendeur propose la prise de participation dans l'acquéreur comme mode de paiement ?

In a asset sale and takeovers parties have a choice among different sources to finance the transaction. The enquirer/buyer can pay the target/seller's shareholders with cash, debt, equities....What determines the choice of means of payment? Why market react differently at the announcement date of equity-based and cash-based transactions? Why market reaction to the means of payment differ in asset sale and takeovers?

Table des matières

1. Introduction

2. Revue théorique des cessions

2.1. Définitions

2.2. Mode de paiement

- 2.2.1. Transactions en *cash* vs. en titres
- 2.2.2. Théories de l'asymétrie d'information
- 2.2.3. Création de valeur
- 2.2.4. Répartition de la richesse créée

2.3. Réaction du marché

- 2.3.1. Modélisation
- 2.3.2. Limites empiriques

3. Approche empirique de la réaction des marchés en Europe

3.1. Résultats empiriques précédents

- 3.1.1. Création de valeur
- 3.1.2. Autres paramètres

3.2. Echantillon de transactions

3.3. Méthodologie

- 3.3.1. Evènement et période d'étude
- 3.3.2. Critères de sélection
- 3.3.3. Rendement anormal
- 3.3.4. Méthode expérimentale

3.4. Résultats empiriques

- 3.4.1. Création de valeur
- 3.4.2. Autres paramètres

4. Conclusion

Références

Annexes

- A. Echantillon de transactions
- B. Résultats
- C. Démonstrations

1. Introduction

Ce mémoire se penche sur l'impact sur les marchés des annonces de cessions d'actifs en fonction du mode de paiement utilisé dans la transaction.

Longtemps dans la littérature financière les cessions ont été considérées comme faisant partie de la même famille que les fusions-acquisitions, et à ce titre concernées par la théorie du signal et de l'anti-sélection selon lesquelles le paiement en titres correspondrait à l'envoi d'un signal négatif au marché concernant la valeur de l'acquéreur.

Les études récentes montrent justement que les cessions se distinguent des fusions-acquisitions de part le signal que le mode de paiement utilisé convoie au marché. L'utilisation de titres semblerait donner un signal positif, dans la mesure où les marchés réagissent la hausse et attribuent ainsi un surcroît de valeur aussi bien à l'acquéreur qu'au vendeur. Inversement une transaction en *cash* ne débouche que sur un bien moindre accroissement de valeur quasi exclusivement captivé par le vendeur. Des études empiriques menées sur les cessions aux États-Unis et au Canada ont permis de confirmer ces théories.

L'objectif premier de ce mémoire est de comprendre l'origine des réactions distinctes des marchés en fonction du mode paiement afin de savoir de quelle façon ceux-ci réagissent selon le mix *cash-equity* offert dans des transactions en Europe. Il sera alors intéressant de comparer les résultats aux constatations empiriques relatives aux marchés nord-américains.

La réflexion se déroulera en deux temps, en premier lieu nous reviendrons sur les fondamentaux théoriques concernant les cessions, puis dans un second temps nous exposerons l'analyse empirique effectuée sur certaines transactions ayant eu lieu en Europe depuis les années 2000 et comparerons les résultats aux théories sus-mentionnées.

2. Revue théorique des cessions

Tandis que la littérature financière abonde en recherches sur les effets du mode de paiement post opérations de fusions-acquisitions, celles-ci sont bien moins nombreuses en ce qui concerne la création de valeur et redistribution des gains associés à des opérations réalisées en titres. L'objectif est de présenter ici quelques points fondamentaux autour desquels s'articulent les principales recherches théoriques et empiriques sur les cessions d'actifs, effectuées jusqu'à présent.

2.1. Définitions

La cession d'actifs correspond à la vente par une entreprise d'une division ou filiale à une autre entreprise; dans le cadre de la présente étude nous n'accorderons aucune importance à la logique sous-jacente à l'opération, celle-ci peut aussi bien être financière que stratégique. Plus précisément une cession d'actif correspond à la séparation d'une des branches d'activité (*la cible*), pouvant être une division ou une filiale, d'une entité juridique (*le vendeur*) suivie d'une vente à une entité juridique (*l'acquéreur*) distincte.

2.2. Mode de paiement

Le mode de paiement d'une transaction, qu'elle soit une cession ou une fusion reflète aux yeux des investisseurs impliqués une importance fondamentale, tant pour l'aspect financement qui concerne l'acquéreur que pour l'effet d'annonce sur les marchés financiers.

2.2.1. Transactions en *cash* vs. en titres

Contrairement aux opérations en *cash*, celles en titres permettent au vendeur de participer à l'*upside* consécutif à la transaction, en recevant des titres le vendeur bénéficie des synergies post transaction en tant qu'actionnaire de la nouvelle entité créée et le management est ainsi associé au succès à moyen-long terme de la transaction. En contrepartie le vendeur encours une partie du risque de revalorisation à la baisse de l'acquéreur (ou nouvelle entité) pouvant subvenir post-opération.

Par ailleurs le paiement en titres bénéficie d'une fiscalité avantageuse comparativement à une transaction en *cash*, le vendeur évite en effet une partie de l'impact immédiat de la fiscalité en le différant. Cet aspect est également observable dans les opérations de prise de contrôle telles les OPA/ OPE.

2.2.2. Théories de l'asymétrie d'information

La théorie de l'asymétrie d'information se positionne en contradiction avec le modèle de concurrence pure et parfaite, une situation représentative de ce manque unilatéral d'information est celle des marchés des véhicules d'occasion développée par George Akerlof : les personnes qui possèdent un véhicule en mauvais état (une ruine), vont tenter de s'en débarrasser en le vendant d'occasion. Comment les acquéreurs peuvent-ils faire le tri entre les vendeurs qui ont de bonnes raisons de vendre leur véhicule et ceux qui le font parce qu'ils ont acheté un ruine? Devant le risque, les acquéreurs vont être tentés de se retirer du marché, ce qui a pour conséquence de faire baisser le prix. Les vendeurs de véhicules de bonne qualité jugeant le prix trop faible vont renoncer à proposer leur véhicule et la proportion de ruines va augmenter, ce qui rendra encore plus méfiant les acquéreurs. Poussé à l'extrême cette situation peut aboutir à la disparition du marché de l'automobile d'occasion¹

Dans le cas particulier où nous nous plaçons l'asymétrie d'information concerne la vraie valeur de l'actif cédé. De façon évidente mais difficilement mesurable nous savons que l'information en possession de l'acquéreur et du vendeur n'est pas la même, la préoccupation du premier est donc de s'assurer qu'il ne paie pas trop cher la cible, inversement le vendeur souhaite maximiser le prix de vente. La littérature fondée sur l'asymétrie d'information démontre ainsi qu'il existe, dans le cas d'une asymétrie bilatérale, un *separating equilibrium* pour lequel le mix *cash*-titres est optimal². A l'équilibre, la réelle valeur post-acquisition de l'acquéreur est révélée à la cible par la composition de l'offre.

Reprenons le paragraphe 1.2.1 à la lueur de cette théorie : en cas d'asymétrie d'information au profit de l'acquéreur, ce dernier aura donc tout avantage à offrir du *cash* s'il est en possession d'information lui révélant que sa valeur intrinsèque est élevée, il évitera ainsi le partage de l'*upside* conséquent à la transaction. Les opérations en titres devraient alors être associées à des actifs de faible valeur intrinsèque ou synergique. Inversement si l'asymétrie d'information profite au

¹ The Market for "Lemons", George Akerlof

² Eckbo, Gianmarino et Heinkel, 1990

vendeur et que ce dernier possède des informations révélant une forte valeur (intrinsèque ou synergique) de l'actif à céder, il aura tendance à préférer des titres. Dans ce cas, les opérations en titres devraient survenir en présence d'actifs à forte valeur.

On comprend d'ors et déjà que la proportion de titres offerte est bel et bien un signal envoyé au marché sur la valeur de l'acquéreur.

2.2.3. La création de valeur

La création de valeur est la résultante de l'effet d'annonce au marché, mais quelle d'où provient la différence de gain de valeur entre une cession payée en *cash* et une cession payée en titres?

D'un il y a création de valeur si et seulement si le projet (généralement un investissement) réalisé a une Valeur Actuelle Nette (VAN) strictement positive. En effet la VAN mesure la création de valeur puisqu'elle actualise les flux de trésorerie générés par le projet en question à un taux d'actualisation qui reflète son risque (le taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de fonds) et aboutit à une valeur qui mesure la création ($VAN > 0$) ou la destruction de valeur ($VAN < 0$).

De la même façon il y aura donc création de valeur pour les actionnaires si la rendement de l'action sur une période donnée excède la rentabilité exigée. En effet si le projet réalisé dégage une rentabilité supérieure, la VAN sera positive et dans un marché efficient cela se traduira par une hausse du cours de l'action.

La théorie financière nous enseigne que *l'exigence de rentabilité de tout investissement est indépendante du portefeuille dans lequel il se situe ainsi la création de valeur ne peut résulter que de synergies industrielles; les synergies financières n'existent pas*³. Dès lors aucune revalorisation du cours suite à l'annonce d'une opération n'a de justification purement financière puisque les synergies n'existent pas encore. En fait les synergies industrielles, lorsqu'elles existent, ne se matérialiseront qu'à opération achevée, à l'annonce de l'opération la création (destruction) de valeur pour les actionnaires ne correspond donc qu'à une anticipation de la part du marché de la création (destruction) de valeur potentielle de la nouvelle entité. Des recherches menées soulignent bien qu'il s'agit là d'estimations dans la mesure où le marché n'est pas en mesure d'anticiper l'échec de certaines transactions⁴.

³ Vernimmen, chapitre 35, 5ème édition

⁴ Slovin, Sushka, Polonchek, 2004

Mais comment le marché peut-il anticiper de telles synergies ?

La « théorie du signal part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle (..) Dès lors certaines décisions financières seront prises pour rompre l'asymétrie d'information et seront qualifiées de signal⁵ »

Comme nous l'avons vu précédemment le mode de paiement (en particulier la proportion de titres dans l'offre totale) est justement l'un des signaux pouvant affecter de façon significatif le cours de bourse de l'acquéreur et/ou du vendeur.

2.2.4. Répartition de la richesse créée

La valeur créée définie précédemment correspond à une « création valeur globale », elle est ensuite captivée de façon non homogène par l'acquéreur et le vendeur, le marché n'attribuant pas à chaque partie prenante de l'opération le même surcroît de valeur.

Par ailleurs cette distribution n'est pas identique qu'il s'agisse d'une opération en titres ou en *cash*. Ainsi le mode de paiement affecte le « montant » de création de valeur mais également sa répartition: « *intercorporate asset sales in which equity is a means of payment are associated with large positive share price reactions for both buyers and sellers, whereas cash asset sales generate significantly smaller gains in wealth that typically accrue only to sellers⁶* ».

2.3. Réaction du marché

L'objectif est ici de proposer un modèle synthétique permettant de quantifier les informations présentées jusque là et de donner une base tangible aux conclusions énoncées quant à la réaction du marché suite à l'annonce d'opérations de cession.

2.3.1. Modélisation

En nous inspirant directement du modèle proposé par Hege, Lovo, Slovin et Sushka dans leur papier sur le mode de paiement dans les cessions d'actifs⁷ nous souhaitons ici même formuler de

⁵ Vernimmen, chapitre 35, 5ème édition

⁶ Hege, Lovo, Slovin et Sushka, déc. 2004d

⁷ Hege, Lovo, Slovin et Sushka, déc. 2004

façon synthétique et claire la relation entre asymétrie d'information, mode de paiement (ou plus précisément proportion de titres dans l'offre) et création de richesse.

Plaçons nous dans le cas d'une entreprise, le vendeur, notée S se portant vendeur d'un de ses actifs, la cible, à une seconde entreprise, l'acquéreur, notée A. Supposons un horizon temporel à trois temps dans le cadre d'une asymétrie d'information:

t=0 : seule la partie informée connaît la vraie valeur de l'actif (v)

t=1 : vente de l'actif, structure de l'offre ($c ; \alpha$) est révélée au marché

t=2 : la vraie valeur de l'actif est révélée au marché

Notons S_i et A_i les valeurs de marché respectivement du vendeur et de l'acquéreur à la date i , $i \in \{1,3\}$ et ($c ; \alpha$) la composition de l'offre respectivement les composantes *cash* et titres avec ($c ; \alpha$) $\in [0,1]^2$

A la date t=1 nous avons donc :

$$\begin{cases} A_1 = A_0 - v + c + \alpha [S_0 + E[v/(c ; \alpha)] - c] \\ S_1 = (1 - \alpha) [S_0 + E[v/(c ; \alpha)] - c] \end{cases}$$

Il existe donc une création de valeur égale à ΔS pour le vendeur et ΔA pour l'acquéreur, soit un surcroît de valeur totale $\Delta V(c ; \alpha) = E[v/(c ; \alpha)] - v$

Proportion de la valeur créée attribuée aux anciens (déjà actionnaires avant la transaction) actionnaires l'acquéreur est notée $\theta(c ; \alpha) = \Delta A / \Delta V$

On constate donc que le surcroît de valeur est bien une fonction dépendante de la structure de l'offre. En particulier Hege, Lovo, Slovin et Sushka montrent en prenant distinctement les cas d'asymétrie d'information qu:

- Lorsque le vendeur est informé : $\Delta V(c ; \alpha)$ et $\theta(c ; \alpha)$ sont des fonctions croissantes de α , et α est une fonction croissante de v
- Lorsque l'acquéreur est informé : $\Delta V(c ; \alpha)$ et $\theta(c ; \alpha)$ sont des fonctions décroissantes de α , et α est une fonction décroissante de v

Ils en concluent alors qu'en cas d'un vendeur informé les opérations en titres correspondent à une cible à forte valeur synergique, la création de valeur est importante et principalement captivée par les actionnaires de l'acquéreur.

Inversement en cas d'un acquéreur informé les opérations en titres correspondent à une cible à faible valeur synergique, le gain de richesse global est moindre en cas d'opérations en *cash*.

2.3.2. Limites empiriques

Avant de procéder à la mise en pratique il convient de souligner les limites inhérentes à l'exercice en question. En particulier la distinction mise en évidence précédemment entre asymétrie d'information au profit de l'acquéreur et du vendeur est quasiment impossible à identifier à notre échelle. De même au vu de la difficulté d'estimer les valeurs synergique et intrinsèque de l'actif en vente nous excluons ce paramètre de notre analyse empirique. L'étude se concentrera donc sur les aspects quantifiables, tel que la rentabilité, les rendements anormaux des cours et des indices de référence, en négligeant par souci d'exactitude la question de l'asymétrie d'information.

Il va de soi que l'objectif de cette étude est de parvenir à identifier de la façon la plus objective mais réalisable possible l'impact du mode de paiement sur le marché de référence, ainsi, bien que certains outils théoriques utilisés pour analyser la réaction des marchés financiers comportent des limites qui peuvent biaiser les résultats, nous les maintiendrons comme piliers de l'analyse faute de meilleure alternative (c'est le cas notamment pour le CAPM).

3. Approche empirique de la réaction des marchés en Europe

L'objectif de cette étude est de comparer les résultats obtenus à partir d'un échantillon de transactions aux conclusions présentées précédemment et à celles auxquelles ont abouti différentes études menées par le passé, et ce, en terme de création de valeur mais également suivant d'autres paramètres que nous définirons par la suite. Pour ce faire il nous faudra d'abord définir les procédés ayant permis d'aboutir à notre échantillon, et en un second temps définir les outils utilisés afin de comparer les résultats obtenus.

3.1. Résultats empiriques précédents

Attardons nous tout d'abord sur les principales conclusions auxquelles ont abouti les études menées sur les marchés nord-américains.

3.1.1. Création de valeur

Klein en 1986, puis Hite, Owers, et Rogers en 1987 et ensuite Lang, Poulsen et Stulz en 1995 démontrent que suite à des cessions d'actifs et contrairement aux acquéreurs, les vendeurs bénéficient d'un surcroît de valeur statistiquement significatif. La reallocation du contrôle est d'après nombre de chercheurs à l'origine de ce phénomène.

Shushka, Slovin et Polonchek⁸ mènent leur étude sur la période 1982-2000 pour un échantillon de transactions concernant des entreprises cotées sur les marchés NYSE/ASE/Nasdaq.

Dans le cas de transactions payées en *cash* le *two-day average excess return*⁹ est de 1,89% pour les vendeurs contre -0,30% pour les acquéreurs. Dans le cas de ventes d'actifs comportant des titres¹⁰ les résultats diffèrent sensiblement : *two-day average excess return* de 3,17% pour les vendeurs contre 9,77% pour les acquéreurs.

3.1.2. Autres paramètres

Il est également intéressant, d'étudier la corrélation entre la taille de l'acquéreur /vendeur et le mode de paiement. Les grosses capitalisations boursières ont-elles plus tendance à proposer/

⁸ Shushka, Slovin, Polonchek (2004)

⁹ Calculé par la méthodologie *market model* sur la fenêtre temporelle ($t = -1$; $t = 0$)

¹⁰ Les auteurs segmentent les transactions en fonction du bloc d'actions de l'acquéreur détenu par le vendeur post-opération

accepter une participation financière plutôt qu'un équivalent monétaire ? Par ailleurs la taille de la transaction influe-t-elle sur le mode de paiement utilisé ? Enfin qu'en est-il de la relation entre la création de valeur pour l'acquéreur/vendeur et la taille de celui-ci ?

Slovin, Sushka et Polonchek¹¹ mettent en évidence une corrélation positive entre le surcroît de valeur consécutif à la transaction pour l'acquéreur et la taille de la transaction. Ils mettent en évidence que pour l'acquéreur, le rendement des transaction en titres est une fonction positive de la taille de la transaction.

Hege, Lovo, Slovin et Sushka quant à eux constatent que statistiquement (sur la base de leur propre échantillon) les entreprises concernées par des cessions d'actifs sont de dimension (estimée par la capitalisation boursière) inférieure à celle des entreprises concernées par des opérations *cash*, et ce pour les deux parties prenantes.

3.2. Echantillon de transactions

L'objet de notre étude sont les opérations de cession en Europe, l'échantillon sélectionné inclut donc un panel de transactions réalisées sur la période 2000-2006 concernant des sociétés européennes et des transactions d'un montant supérieur à 10 millions d'euro, seuil retenu minimum pour assurer un impact significatif de la transaction sur le marché de référence ainsi que l'accès à l'information nécessaire à l'analyse (montant exact de la transaction et structure de l'offre). Pour les mêmes exigences nous n'avons sélectionné que des entreprises cotées (acquéreur et vendeur) éventuellement sur des marchés différents. Enfin un dernier paramètre de sélection a été le pourcentage de la cible détenu par l'acquéreur après l'opération, nous avons choisi 100% afin de garantir une certaine homogénéité au sein de l'échantillon.

A l'aide des bases de données Mergermarket et Thomson One Banker nous avons identifié 40 transactions répondant chacune aux paramètres cités et permettant de constituer notre échantillon, reporté en détail dans l'annexe A.

3.3. Méthodologie

Une fois l'échantillon sélectionné nous avons suivi la démarche méthodologique proposée par Campbell, Lo et Mackinley dans leur recherche de 1997 "*The Econometrics of Financial Markets*"¹², ils

¹¹ Methods of payment in asset sales, 2004

¹² Chapitre 4

y définissent en effet le étapes permettant de déterminer l'*abnormal return* ou rendement anormal dont bénéficient les actionnaires sur une période donnée suite à un évènement clef. Reprenons les sept étapes définies afin de détailler la démarche suivie.

3.3.1. Evènement et période d'étude

Nous nous intéressons dans notre recherche aux effets d'annonce des opérations de cession en Europe, l'évènement clef est donc la date d'annonce par une entreprise cotée sur des marchés européens du rachat/vente d'un actif d'une autre société cotée sur un des marchés européens. C'est à la date de cette annonce que correspond la date $t=0$. Afin d'identifier l'éventuelle nature anormale de la courbe de rendement, l'étude doit remonter 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.

3.3.2. Critères de sélection

Les critères utilisés pour sélectionner les transactions ont été défini au paragraphe 2.2 et sont synthétisés ci-dessous :

Date d'annonce	du 01/01/00 au 28/02/06
Marché de cotation de l'acquéreur	Place boursière européenne
Marché de cotation du vendeur	Place boursière européenne
Montant minimum de l'opération	€ 10 mln
Quote-part détenue post-opération	100%

Notre échantillon comprend 40 transactions de cession d'actif ainsi subdivisées: 7 transactions *pure equity*, 28 transactions *pure cash* et 5 transactions mêlant les deux. 70% de l'échantillon est donc composé d'opérations exclusivement en *cash* et 30% comporte totalement ou partiellement des titres. Par ailleurs, pour les transactions en *cash* la valeur moyenne des opérations (montant annoncé) est de € 457 mln et les capitalisations boursières moyennes de l'acquéreur et du vendeur sont de € 7,71 mld et € 6,52 mld respectivement.

Quant aux transactions en titres/comportant une partie de titres leur valeur moyenne est de € 860 mln, et les capitalisations boursières¹³ moyennes de l'acquéreur et du vendeur sont de € 8,51 mld et € 9,17 mld respectivement.

¹³ Calculée à la date de l'annonce à partir du nombre d'actions émises et le cours de bourse

On remarque donc que toutes les entreprises sélectionnées sont toutes de taille importante mais en moyenne celles participant à des transactions en titres ont en moyenne une capitalisation de 10% supérieure pour l'acquéreur et de 40% supérieure pour le vendeur. On constate que cette situation est inversée par rapport à l'étude menée par Hege, Lovo, Slovin et Sushka.

3.3.3. Rendement anormal

Pour mesurer le rendement anormal d'une action il faut regarder si celle-ci est surévaluée/sous-évaluée par rapport à son rendement d'équilibre (hors « événement exceptionnel ») obtenu par modèle du CAPM.

On définit alors le rendement anormal à la date t de l'action i :

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}/R_{mt}] \quad (A)$$

et le rendement anormal cumulé par $CAR = \sum AR_{it}$

Avec R_{it} le rendement de l'action sur la période $[t-1, t]$ donné par le rapport $R_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$, P_{it} étant le prix sur le marché de référence de l'action i à la date t ; et de façon analogue R_{mt} le rendement de l'indice sur $[t-1, t]$.

$E[R_{it}/R_{mt}]$ est l'espérance de rendement d'équilibre de l'action i , étant donné R_{mt} le rendement du marché de référence, tel que défini par le CAPM :

$$E[R_{it}/R_{mt}] = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (B)$$

3.3.4. Méthode expérimentale

Nous avons choisi de mener l'analyse statistique de la date $t = -120$ à la date $t = -20$, période considérée ante-rumeurs, les cours pendant cette période sont supposés être « à l'équilibre », c'est-à-dire non affectés par d'éventuelles fuites d'information.

Etant donné cette hypothèse nous pouvons effectuer une régression linéaire sur la période $[-120 ; -20]$ afin de déterminer statistiquement les variables α_i et β_i définies par l'équation (B).

Pour ce faire, nous procédons de la sorte : collecte des cours et des indices de référence sur la période choisie à l'aide des bases de données Datastream et Thomson One Banker; calcul des rendements R_{it} et R_{mt} pour $t \in [-120 ; -20]$; lancement d'une régression linéaire sur Excel.

L'étape suivante est la détermination du rendement anormal aux dates $-1, 0$ et $+1$ selon la formule donnée par l'équation (A) afin de pouvoir déterminer le rendement anormal cumulé sur la période $[-1 ; +1]$ selon la formule :

$$\text{CAR} (-1, +1) = \text{AR}_{i,-1} + \text{AR}_{i,0} + \text{AR}_{i,+1}$$

3.4. Résultats empiriques

L'intégralité des résultats sont reportés en annexe B.

3.4.1. Création de valeur

Le calcul des CAR (-1 ;+1) mené selon la méthodologie détaillée dans la paragraphe 2.3 ne nous permettent que partiellement de conclure dans la lignée des études précédentes.

Ainsi pour les transactions comportant des titres l'acquéreur bénéficie d'un rendement anormal positif, un CAR (-1, +1) moyen de 2,52% (et statistiquement différent de 0% avec un niveau de confiance de 95%) tandis que le vendeur ne bénéficie statistiquement d'aucun rendement anormal (plus précisément un rendement anormal négatif non statistiquement différent de 0% d'une valeur de -0,10% en moyenne). Le rendement anormal global est donc de 2,43% en moyenne captivé à 100% par l'acquéreur (ou plus exactement à 104% par ce dernier et à -4% par le vendeur). Nos résultats ne confirment donc pas totalement ceux de Slovin, Sushka et Polonchek¹⁴, il a certes une appropriation majoritaire des gains par l'acquéreur mais le vendeur ne bénéficie pas de création de valeur.

La création de valeur est, par ailleurs, inversement répartie dans le cas de transactions exclusivement en *cash*. Tout d'abord, contrairement aux résultats de Hege, Lovo, Slovin et Sushka d'une part et de Slovin, Sushka et Polonchek de l'autre, le rendement anormal global calculé est de 6% supérieur pour les transactions en *cash*, pour une valeur 2,57%. On ne peut donc conclure de la même façon quant à la création de valeur globale. En revanche, celle-ci est essentiellement captivé par le vendeur (en moyenne un CAR (-1, +1) de 1,59% vs 0,98% pour l'acquéreur) c'est-à-dire à hauteur de 62%, tout comme le concluaient Slovin, Sushka et Polonchek (si ce n'est que pour l'existence d'un gain pour l'acquéreur non négligeable).

Les conclusions théoriques ainsi que les résultats empiriques fondés sur le marché nord-américain que nous avons présentées dans le corps de notre étude se voient donc confirmés mais seulement

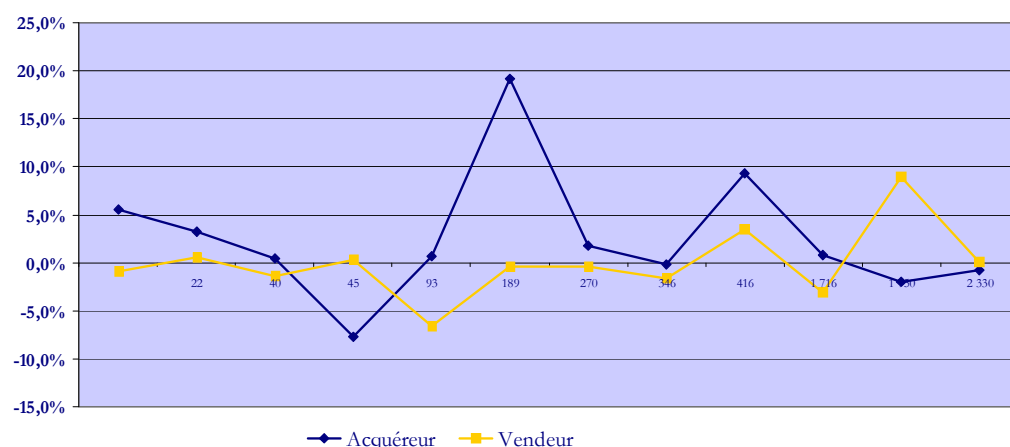
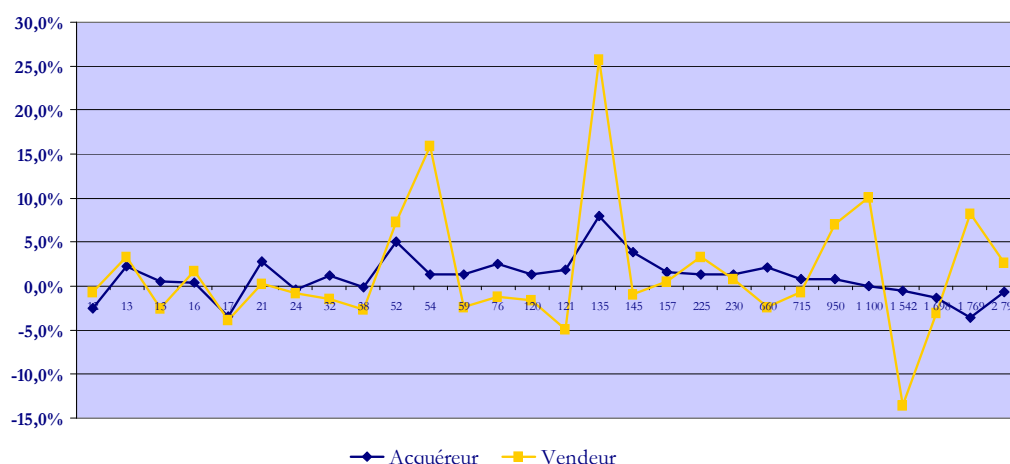
¹⁴ Methods of payment in asset sales, 2004

partiellement, dans notre échantillon de transactions européennes : la prise de participation dans l'acquéreur comme mode de paiement se négocie bien avec une prime en terme de création de valeur, mais uniquement pour l'acquéreur.

3.4.2. Autres paramètres

Qu'en est-il des corrélations entre taille de la transaction, taille des parties prenantes (exprimée par capitalisation boursière) et montant de valeur « anormale » créée ?

Sur la base de nos résultats aucune corrélation tangible ne peut être mise en évidence entre la taille de la transaction (montant en € millions) et CAR (-1 ;+1) et ce aussi bien pour l'acquéreur que pour le vendeur, comme le montrent les graphes ci-dessous (respectivement transactions *cash* et *equity*):



Une seule corrélation peut être considérée statistiquement pertinente (bien qu'avec une de corrélation plutôt faible de 0,13) dans notre échantillon, et c'est celle qui lie le montant de la transaction et le CAR(-1; +1) du vendeur dans le cas des transactions comportant des titres : plus le montant de l'opération est important plus l'accroissement de valeur dont bénéficie le vendeur est élevé.

4. Conclusions

Le but de ce mémoire était de déterminer de quelle façon il y a création de valeur consécutivement à des opérations de cession d'actif en Europe, en procédant de façon semblable à ce qui a été fait jusqu'à présent sur le marché nord-américain .

Nos résultats s'inscrivent d'ailleurs dans leur lignée, c'est-à-dire que contrairement à ce qui advient dans le cadre de transactions de fusion-acquisitions, la présence d'une composante en titres est dans le cas des cessions gage de création de valeur supplémentaire (exprimée par le rendement anormal sur la période [-1 ;+1]), et ce aussi bien pour l'acquéreur que le vendeur. La présence de titres dans le mode de paiement n'est donc pas connoté négativement aux yeux du marché, ce dernier attribue au contraire une prime à de telles transactions.

Ainsi bien que résultats empiriques rapportés dans ce document ne soient pas comparables, ni par leur taille (une étude sur 40 transactions) ni par la dimension des opérations (en moyenne € 577 mln) ils permettent de mettre en évidence l'effet favorable liée à la présence d'*equity*.

On peut donc supposer que le comportement des marchés européens et américains bien que non identiques sont semblables de part la façon dont ils réagissent suite à l'annonce d'opérations de cessions d'actifs.

Références

Campbell, J., Lo, A., Mackinlay, C., 1997, “The Econometrics of Financial Markets”, *Princeton University Press*.

Datta Sudip et Iskandar-Datta Mai, 1996, “Who gains from corporate sales? ”, *Journal of Financial Research*.

Eckbo B. Espen, Giammarino Ronald et Heinkel Robert, 1990, “Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests”, *Review of Financial Studies*.

Hansen Robert, 1987, “A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions”, *Journal of Business*.

Hege Ulrich, Lovo Stefano, Slovin Myron et Sushka Marie, 2004, “What is the Magic in Equity Deals? Theory and Evidence on the Means of Payment in Asset Sales”.

Hite Gailen, James Owers et Ronald Rogers, 1987, “The market for inter-firm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations”, *Journal of Financial Economics*.

Klein April, 1986, “The timing and substance of divestiture announcements: Individual, simultaneous, and cumulative effects,” *Journal of Finance*.

Lang Larry, Poulsen Annette et Stulz Rene, 1995, “Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion”, *Journal of Financial Economics*.

Slovin Myron, Sushka Marie et Polonchek John, 2004, “Methods of payment in asset sales: contracting with equity versus cash”, *Journal of Finance*.

Vernimmen Pierre, 5eme edition Quiry Pascal et Le Fur Yann, 2005, “Finance d’entreprise”, *Dalloz*.

Annexes

A. Echantillon de transactions

Annonce	Cible	Acheteur	Vendeur	Montant (€ mln)
25/04/00	Renault VI/Mack	Volvo AB	Renault SA	1 716,10
09/04/01	Iberdrola SA (Brazilian joint ventures)	Telefonica SA	Iberdrola SA	346,20
30/08/01	Integris	Groupe Steria SCA	Bull SA	188,80
07/01/02	Hydro Aluminium Deutschland GmbH	Norsk Hydro ASA	E.ON AG	3 100,00
07/08/02	SIMCO SA	GECINA SA	AXA SA	2 330,00
03/09/02	Roche (Vitamins and Fine Chemicals Division)	DSM NV	Roche Holding AG	1 750,00
21/03/03	RiboTargets Holdings Plc	Vernalis Plc	3i Group Plc	22,00
28/04/03	Alstom (Industrial Turbines Unit)	Siemens AG	Alstom SA	1 100,00
07/05/03	Nordisk Renting AB	Royal Bank of Scotland Group Plc	Nordea AB	1 542,30
26/05/03	Kommersiella Fordon Europa AB	Volvo AB	Bilia AB	416,00
29/05/03	Antibioticos SpA	Fidia Farmaceutici	Edison SpA	157,00
11/06/03	Churchill Insurance	Royal Bank of Scotland Group Plc	Credit Suisse Group	1 697,80
21/07/03	Pilkington Aerospace Inc et Pilkington Aerospace Ltd	GKN Plc	Pilkington Plc	59,30
06/08/03	Matra-Automobile (Engineering, testing & prototyping businesses)	Pininfarina SpA	Lagardere SCA	17,00
26/09/03	Alstom (Transmission and Distribution Unit)	Areva SA	Alstom SA	950,00
22/12/03	Brammer plc (Livingston Calibration Business)	Air Liquide SA	Brammer Plc	32,00
31/12/03	Carrefour SA (20 shopping centres)	Klepierre SA	Carrefour SA	230,00
15/03/04	Rexam (four plastic tub manufacturing operations)	RPC Group Plc	Rexam Plc	23,90
06/05/04	Capitol	Bourse Direct	Viel & Cie.	40,00
07/05/04	Pirelli & C SpA (Submarine Telecom Systems Unit)	Alcatel SA	Pirelli & C.	45,00
03/08/04	Editis (French Publishing Assets)	Wendel Investissement	Lagardere SCA	660,00
15/11/04	Alphameric Retail Ltd	Torex Retail Solutions Ltd	Alphameric Plc	51,70
09/12/04	Moving Picture Company	Thomson SA	ITV Plc	76,40
21/12/04	Butler Research Group Ltd	Datamonitor Plc	3i Group Plc	16,00
01/02/05	Tiscali Denmark A/S	Tele2 AB	Tiscali SpA	20,70
23/03/05	Carr Sheppards Crosthwaite	Rensburg Plc	Investec Plc	270,00
31/03/05	Service and Systems Solutions Ltd	Northgate Information Solutions Plc	Viridian Group Plc	225,40
20/04/05	Cosmo Bulgaria Mobile EAD et Cosmofon AD Skopje	Cosmote-Mobile Telecommunications SA	OTE	715,00
23/05/05	Atos Origin (Nordic operations)	WM-Data AB	Atos Origin SA	145,00
26/05/05	ECC Card Clothing Ltd	N.V. Bekaert S.A.	Carclo Plc	12,50
31/05/05	Daalderop B.V.	3i Group Plc	Unidare Plc	53,60
08/06/05	Invensys (Advanced Building Systems EMEA / ABS EMEA)	Schneider Electric SA	Invensys Plc	120,90
27/06/05	Cobham Fluid Systems Ltd	Meggitt Plc	Cobham Plc	12,10
26/09/05	Huntsworth Plc (Marketing Services Group)	Media Square Plc	Huntsworth Plc	92,80
07/10/05	Boots Healthcare International Limited	Reckitt Benckiser Plc	Boots Group Plc	2 797,50
25/10/05	Marconi Plc (Telecom equipment and international services businesses)	Ericsson AB	telent Plc	1 769,40
28/11/05	Skanska Modul AB	3i Group Plc	Skanska AB	38,00
17/01/06	UCB Bioproducts	Lonza AG	UCB SA	120,00
02/02/06	EquiP Technology Limited	Horizon Technology Group	Matrix Communications	12,90
14/02/06	Hygena Cuisines SA	Nobia AB	MFI Furniture Group Plc	135,00

	Acquéreur		Vendeur	
	Titres 12 transactions	Cash 28 transactions	Titres 12 transactions	Cash 28 transactions
Montant de la transaction	859,74	456,84	859,74	456,84
Capitalisation boursière	8 507,73	7 707,98	9 172,02	6 524,56
Montant de la transaction / Capitalisation boursière (en %)	115,82%	40,81%	27,00%	55,71%
Proportion de titres utilisés	67,58%	-	67,58%	-

B. Résultats

Synthèse des résultats

	<i>Two-day Excess Returns</i> à la date d'annonce	
	Titres	Cash
Acquéreur		
CAR(-1;1)	2,52%	0,98%
Proportion de rendement positifs	79,34%	75,98%
Médiane	0,77%	1,21%
Vendeur		
CAR(-1;1)	-0,10%	1,59%
Proportion de rendement positifs	47,90%	68,12%
Médiane	-0,46%	-0,63%
Combiné		
CAR(-1;1)	-37,74%	67,33%
Proportion de rendement positifs	43,84%	80,61%
Médiane	0,13%	1,03%

Données pour l'acquéreur

Date t=0	Acquéreur	CAR(-1;1)	Montant (€ mnl)	% Titres	Mkt Cap (€ mln)
	Transactions cash & equity				
26/09/05	Media Square Plc	-7,74%	92,80	47,70%	17,29
07/05/04	Alcatel SA	0,41%	45,00	5,00%	2 540
03/09/02	DSM NV	0,84%	1 750,00	5,70%	2 043
07/08/02	GECINA SA	-2,04%	2 330,00	33,40%	905
07/01/02	Norsk Hydro ASA	-0,75%	3 100,00	19,20%	11 392
	Transactions 100% equity				
23/03/05	Rensburg Plc	19,13%	270,00	100,00%	89
06/05/04	Bourse Direct	3,21%	40,00	100,00%	44
26/05/03	Volvo AB	-0,14%	416,00	100,00%	6 236
21/03/03	Vernalis Plc	5,50%	22,00	100,00%	77
30/08/01	Groupe Steria SCA	0,70%	188,80	100,00%	507
09/04/01	Telefonica SA	1,82%	346,20	100,00%	67 411
25/04/00	Volvo AB	9,34%	1 716,10	100,00%	10 831
MOYENNE TRANSACTIONS EQUITY		2,52%	859,74	67,58%	8 508

Date t=0	Acquéreur	CAR(-1;1)	Montant (€ mnl)	Mkt Cap (€ mln)
14/02/06	Nobia AB	7,96%	135,00	1 112
02/02/06	Horizon Technology Group	0,50%	12,90	90
17/01/06	Lonza AG	1,28%	120,00	58
28/11/05	3i Group Plc	-0,19%	38,00	3 553
25/10/05	Ericsson AB	-3,60%	1 769,40	43 942
07/10/05	Reckitt Benckiser Plc	-0,63%	2 797,50	8 958
27/06/05	Meggitt Plc	-2,51%	12,10	803
08/06/05	Schneider Electric SA	1,87%	120,90	13 201
31/05/05	3i Group Plc	1,33%	53,60	2 719
26/05/05	N.V. Bekaert S.A.	2,24%	12,50	531
23/05/05	WM-Data AB	3,79%	145,00	834
20/04/05	Cosmote-Mobile Telecommunications SA	0,73%	715,00	4 613
31/03/05	Northgate Information Solutions Plc	1,29%	225,40	230
01/02/05	Tele2 AB	2,73%	20,70	1 261
21/12/04	Datamonitor Plc	0,36%	16,00	57
09/12/04	Thomson SA	2,48%	76,40	5 073
15/11/04	Torex Retail Solutions Ltd	5,09%	51,70	81
03/08/04	Wendel Investissement	2,06%	660,00	2 118
15/03/04	RPC Group Plc	-0,36%	23,90	122
31/12/03	Klepierre SA	1,30%	230,00	2 135
22/12/03	Air Liquide SA	1,14%	32,00	13 309
26/09/03	Areva SA	0,79%	950,00	6 117
06/08/03	Pininfarina SpA	-3,47%	17,00	107
21/07/03	GKN Plc	1,39%	59,30	1 223
11/06/03	Royal Bank of Scotland Group Plc	-1,33%	1 697,80	34 234
29/05/03	Fidia Farmaceutici	1,60%	157,00	29,61
07/05/03	Royal Bank of Scotland Group Plc	-0,55%	1 542,30	30 970
28/04/03	Siemens AG	0,03%	1 100,00	38 340
MOYENNE TRANSACTIONS CASH		0,98%	456,84	7 708

Données pour le vendeur

Date t=0	Vendeur	CAR(-1;1)	Montant (€ mnl)	% Titres	Mkt Cap (€ mln)
	Transactions cash & equity				
26/09/05	Huntsworth Plc	0,28%	92,80	47,70%	212,9
07/05/04	Pirelli & C.	-1,34%	45,00	5,00%	2 595
03/09/02	Roche Holding AG	-3,14%	1 750,00	5,70%	18 350
07/08/02	AXA SA	8,99%	2 330,00	33,40%	20 880
07/01/02	E.ON AG	0,08%	3 100,00	19,20%	39 098
	Transactions 100% equity				
23/03/05	Investec Plc	-0,45%	270,00	100,00%	1 303
06/05/04	Viel & Cie.	0,56%	40,00	100,00%	273
26/05/03	Bilia AB	-1,67%	416,00	100,00%	244
21/03/03	3i Group Plc	-0,89%	22,00	100,00%	2 176
30/08/01	Bull SA	-6,60%	188,80	100,00%	749
09/04/01	Iberdrola SA	-0,47%	346,20	100,00%	12 865
25/04/00	Renault SA	3,47%	1 716,10	100,00%	11 318
MOYENNE TRANSACTIONS EQUITY		-0,10%	859,74	67,58%	9 172

Date t=0	Vendeur	CAR(-1;1)	Montant (€ mnl)	Mkt Cap (€ mln)
14/02/06	MFI Furniture Group Plc	25,78%	135,00	36 728
02/02/06	Matrix Communications	-2,46%	12,90	31
17/01/06	UCB SA	-1,61%	120,00	6 064
28/11/05	Skanska AB	-2,66%	38,00	5 398
25/10/05	telent Plc	8,23%	1 769,40	175
07/10/05	Boots Group Plc	2,64%	2 797,50	3 279
27/06/05	Cobham Plc	-0,60%	12,10	1 059
08/06/05	Invensys Plc	-4,87%	120,90	429
31/05/05	Unidare Plc	15,96%	53,60	77
26/05/05	Carclo Plc	3,29%	12,50	24
23/05/05	Atos Origin SA	-0,87%	145,00	3 350
20/04/05	OTE	-0,66%	715,00	6 966
31/03/05	Viridian Group Plc	3,35%	225,40	694
01/02/05	Tiscali SpA	0,29%	20,70	1 030
21/12/04	3i Group Plc	1,69%	16,00	2 770
09/12/04	ITV Plc	-1,20%	76,40	2 746
15/11/04	Alphamerie Plc	7,25%	51,70	61
03/08/04	Lagardere SCA	-2,38%	660,00	7 864
15/03/04	Rexam Plc	-0,76%	23,90	1 638
31/12/03	Carrefour SA	0,74%	230,00	29 877
22/12/03	Brammer Plc	-1,43%	32,00	46
26/09/03	Alstom SA	7,07%	950,00	12 153
06/08/03	Lagardere SCA	-3,80%	17,00	5 126
21/07/03	Pilkington Plc	-2,36%	59,30	612
11/06/03	Credit Suisse Group	-3,10%	1 697,80	30 593
29/05/03	Edison SpA	0,57%	157,00	3 882
07/05/03	Nordea AB	-13,51%	1 542,30	12 204
28/04/03	Alstom SA	10,04%	1 100,00	7 809
MOYENNE TRANSACTIONS CASH		1,59%	456,84	6 525