

Préparation DSCG – ORT MONTREUIL / DST 2

SESSION 2014

UE2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 2 heures

Coefficient : 1

Préparation DSCG – ORT MONTREUIL / DST 2

SESSION 2014

FINANCE

Durée de l'épreuve : 2 heures – coefficient : 1

Document autorisé :

Aucun

Matériel autorisé :

Une calculatrice de poche à **fonctionnement autonome, sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre matériel ou document (circulaire n°99-186 du 16/11/99 ; BOEN n°42).**

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 20 pages numérotées 1 à 20.

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

Le sujet se présente sous la forme d'un dossier de réflexion.

Pages de garde	page 1-2
DOSSIER : Réflexion (20 points).....	page 3

Le sujet comporte les annexes suivantes :

Annexe 1 :	Désinvestissement d'entreprise.....	pages 4-11
Annexe 2 :	Spin-off Arkema.....	pages 12-20

AVERTISSEMENT

Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner explicitement dans votre copie.

DOSSIER : CAS DE REFLEXION

En vous appuyant sur les textes figurant en annexes, ainsi que sur vos connaissances, il vous est demandé d'éclairer la question suivante :

La restructuration et le désinvestissement peuvent-ils être créateurs de richesses pour les actionnaires ?

Il est attendu de la part du candidat de répondre de **manière précise et structurée** à la question posée.

Vous exposerez notamment les points suivants :

- Les concepts liés au désinvestissement (offensif ou défensif) ;
- Les définitions des notions de « carve-out » et de « spin-off » en ingénierie financière ;
- Les conséquences de ce désinvestissement sur l'actionnaire.

Vous illustrerez vos propos par l'exemple du spin-off du Groupe Arkema.

Il est demandé de **limiter votre réponse à 4 pages au maximum** sur votre copie d'examen.

ANNEXE 1 : Désinvestissement d'entreprise : les conditions d'acquisition d'une entreprise permettent-elles d'anticiper la probabilité de revente ?

Source : <http://www.strategie-aims.com/events/conferences/7-xvieme-conference-de-l-aims/communications/2086-desinvestissement-dentreprise-les-conditions-dacquisition-dune-entreprise-permettent-elles-danticiper-la-probabilite-de-revente/download>

Guallino Gabriel, Enseignant-Chercheur

ESC Chambéry - Doctorant au CRET-LOG / Université Aix-Marseille II - ESC Chambéry, Savoie
Technolac - 12, av. du Lac d'Annecy, 73381 Le Bourget du Lac Cedex - Tel : +33 4 79 25 38 15 -
g.guallino@esc-chambery.fr

EXTRAITS

[...]

Si la thématique de la croissance se focalise principalement sur les fusions acquisitions, il arrive parfois que les entreprises doivent se recentrer ou diminuer la taille de leur activité. Les raisons sont nombreuses : la performance d'une filiale peut être faible, la diversification de la firme peut ne plus s'inscrire dans sa stratégie générale... Le désinvestissement ou la restructuration peuvent aussi être nécessaires car une opération passée fut un échec. Ainsi, à partir des années 80, les firmes ont commencé à reconsidérer leur politique d'expansion et à se recentrer sur leur cœur de métier (Haynes et Thompson, 2000 : 1204). Par exemple, 20% des firmes de Fortune 500 ont procédé à des recentrages dans les années 80 (Markides, 1995). Ces vingt dernières années ont vu l'augmentation du nombre de désinvestissements d'entreprise. Un large choix d'études et de recherches ont analysé au niveau stratégique, économique et financier les motivations liées au désinvestissement (une pratique souvent assimilée à la diminution de la taille, à la décongloméralisation ou au recentrage). Ces auteurs sont Duhaime et Grant (1984), Montgomery et al. (1984), Montgomery et Thomas (1988), Bethel et Liebeskind (1993), Hoskisson et al. (1994), Mitchell (1994), John et Ofek (1995), Daley et al. (1997), Berger et Ofek (1999), etc.

Les désinvestissements sont souvent inclus dans une stratégie plus générale de la firme rangée sous l'appellation de « restructuration ». Les restructurations d'entreprises prennent différentes formes : désinvestissement (vente d'une partie de l'entreprise à une autre entreprise), « equity carve-out » (vente de tout ou partie du capital contrôlé d'une filiale à une entreprise), « spin-off » (création d'une filiale au capital séparé de la maison mère), « splitt-off » (les parties prenantes de la maison mère donnent des actions à une de ses divisions en échange d'actions de la maison mère détenues par la division), « sell-off » (liquidation de l'activité) et « split-up » (la firme dans son intégralité est fractionnée en une série de « spin-off ») (Gaughan, 2002 : 395). Au-delà de toutes ces appellations, il est important de noter que le désinvestissement est une manœuvre stratégique ou s'inscrivant dans une stratégie. En conséquence, les désinvestissements d'actifs liés à de précédentes acquisitions ne sont pas nécessairement des échecs (Kaplan, Weisbach, 1992). De plus, même s'ils sont la conséquence d'un échec, ils ne remettent pas nécessairement en cause la stratégie d'acquisition.

En synthèse, il est important de déterminer quelles sont les variables explicatives du désinvestissement et de déterminer s'il est possible de mesurer un risque de désinvestissement à partir de ces mêmes

variables. Dans la présente recherche nous nous intéresserons aux désinvestissements d'entreprises qui ont été précédemment acquises (nous ne prenons pas en compte les investissements directs telles que les constructions, les achats de brevets, de terrains etc.). De plus, nous nous intéressons aux désinvestissements complets (nous ne prenons pas en compte les désinvestissements partiels, les restructurations...). Enfin, nous tentons dans la présente recherche de relier les conditions d'acquisition avec le désinvestissement ultérieur. Cela nous conduit à proposer la problématique suivante : les conditions d'acquisition d'une entreprise permettent-elles d'évaluer une probabilité de risque de désinvestissement ultérieur ?

Pour ce faire, nous nous intéresserons dans un premier chapitre à une revue de littérature. Nous y aborderons le cas des diversifications/recentrage, les différentes typologies de désinvestissement, le lien entre performance boursière et désinvestissement et enfin une approche statistique des désinvestissements.

Un second chapitre traitera de la méthodologie employée. Après un rappel de la problématique, nous présenterons nos hypothèses afin de tenter de répondre à la problématique. Puis, nous expliquerons notre démarche de collecte de données et enfin nous décrirons le modèle statistique mobilisé.

Dans un troisième chapitre nous analyserons les résultats et nous tenterons d'apporter des explications à ces résultats et enfin dans un dernier chapitre, nous présenterons les implications pour la recherche (avec les limites de la présente recherche et les développements futurs) et les implications managériales.

1. APPROCHE THEORIQUE DES DESINVESTISSEMENTS

Les désinvestissements sont souvent associés à la politique de recentrage des années 70-80, politique menée pour corriger certains excès. À cette période, en effet, les groupes ont eu tendance à réduire l'éventail de leurs activités (sans pour autant que l'on assiste obligatoirement à un mouvement général de spécialisation, certaines firmes se redéployant vers d'autres secteurs). En effet, il y aurait eu un « excès » de diversification dans les années 60 et 70, période de promotion de la « firme portefeuille » (Bergh, Lawless, 1998 : 97).

Cinq types de facteurs explicatifs de cette diversification excessive ont été avancés (Batsch, 2003) :

- Un recyclage d'une trésorerie disponible dans des investissements engendrant plus de ressources qu'ils n'en consomment (Jensen, 1986). Dans le même ordre d'idée, cette stratégie permettait de réduire les risques en les diversifiant.
- Un excès de confiance des dirigeants dans leur capacité à gérer une diversification et à exploiter des opportunités liées une prétendue sous-évaluation de l'entreprise cible par les marchés (hypothèse d'Hubris de Roll (1986)). De plus, dans cette hypothèse, liée à la théorie de l'agence, les conglomérats refléteraient pour les dirigeants une manœuvre de protection contre leur limogeage. On a aussi parlé à cette époque de stratégie de construction d'empire.
- La généralisation de la structure multi-divisionnaire décentralisée (M-Form) : Shleifer et Vishny (1991) remarquent que cette forme s'est trouvée bien en phase avec la diversification conglomérale des années 60.
- Les marchés des capitaux : ils ont réagi favorablement aux orientations de développement congloméral dans les années 60 et 70 en valorisant mieux l'allocation interne des capitaux dans les conglomérats (Servaes, 1996).

- Une politique anti-trust plus agressive : aux États-Unis, cette politique a placé les groupes les plus puissants sous la menace d'un abus de position dominante s'ils poursuivaient leur croissance dans leur branche d'activité d'origine (Fligstein, 1990).

A partir de la fin des années 70, les entreprises ont cessé cette politique de diversification conglomerale. Parallèlement, les marchés ont commencé à être nettement plus méfiants envers ces politiques (Baker, Smith, 1998). Entre 1979 et 1988, la proportion des entreprises n'ayant qu'une seule activité est passée de 38,1% à 55,7% (Comment, Jarrell, 1995). Economiquement, ce tournant résulte de la conjonction de quatre facteurs :

- Une réduction du bénéfice retiré d'une diversification conglomerale. Plusieurs raisons attestent de ce bilan : tout d'abord, dans les années 80, la probabilité de devenir la cible d'une prise de contrôle hostile était corrélée avec le degré de diversification conglomerale. Ensuite, la performance de ces conglomerats était jugée décevante (Ravenscraft, Scherer, 1987 ; Servaes, 1996). Les firmes ne semblent pas être capables de gérer un trop grand nombre d'activités non reliées au niveau opérationnel (Markides, 1995). Le corollaire est que les désinvestissements d'entreprises ont contribué à améliorer l'efficacité opérationnelle en diminuant le nombre d'activités différentes (Hoskisson, Turk, 1990).
- Une diminution de l'intérêt d'une allocation interne du capital, compte tenu du dynamisme croissant des marchés financiers (Batsch, 2003). Le conglomerat qui jouait un rôle de marché interne des capitaux a cédé la place à des marchés externes plus actifs. Les marchés internes sont donc jugés moins efficaces, voir inefficaces (Shin, Stulz, 1998). La baisse des coûts de transaction sur les marchés financiers et l'amélioration de la quantité et de la qualité de l'information disponible sur le marché ont favorisé cette tendance à la prééminence des marchés financiers sur l'allocation interne des ressources de l'entreprise. Ce dynamisme se traduit aussi par une reprise en main de la politique de l'entreprise par les actionnaires, au détriment des dirigeants (Denis et al., 1997). Ainsi la fonction de diversification serait gérée de manière plus efficace par les actionnaires que par les entreprises (Hoskisson et al., 1994).
- Une globalisation des marchés financiers qui laissent peu de place à une politique de diversification, les entreprises cherchant en premier lieu la conquête d'un leadership global.
- Un relâchement de la politique anti-trust. La politique de la concurrence américaine s'est assouplie dès les années 80. Les freins légaux à la concentration se relâchaient, permettant au groupe de choisir une stratégie de recentrage (Shleifer, Vishny, 1991). Ainsi, avec le ralentissement des stratégies de diversification au début des années 80, le nombre de désinvestissements a augmenté de manière significative. Les firmes ont à ce moment reconsidéré leurs stratégies expansionnistes. De plus, les remboursements des intérêts importants de l'époque ont sonné le glas de ces stratégies et ont amené les firmes à se restructurer afin de diminuer leur endettement. Enfin, les firmes ont vu dans le désinvestissement une manière d'accroître la richesse de l'actionnaire et ce, même si l'endettement ne représentait pas un lourd fardeau. Si une approche historique permet de cerner ce phénomène, ce ne sont pas là les seules raisons avancées par les chercheurs.

1.1. FACTEURS INFLUENÇANT LES DESINVESTISSEMENTS : UNE TYPOLOGIE

Dans un article de 1993, Hamilton et Chow (1993 : 484) ont listé les motivations de 36 dirigeants Néozélandais dans leur stratégie de désinvestissement. Ils ont dressé une liste de 30 motivations principales (se séparer d'une unité non désirée ou non profitable, se concentrer sur son cœur de métier, besoin de liquidité, prix proposé pour l'unité vendue est attractif, pour financer d'autres

investissements, etc.) Plusieurs recherches ont tenté de construire une typologie des motivations des entreprises qui cédaient une entité ou un segment d'activité.

1.1.1. Une logique réglementaire (autorité anti-trust principalement)

Dans le cadre de fusions acquisitions, les entités ou groupes nouvellement créés sont soumis à l'autorisation des autorités de régulations (FTC aux Etats-Unis, DG4 pour la communauté européenne...). Celles-ci refusent partiellement ou en totalité l'opération dans le cas de situation monopolistique sur un marché donné et sur une zone géographique donnée. L'entreprise doit alors procéder à un désinvestissement total (ce qui est rare) ou sélectif (la logique de désinvestissement est souvent présentée par pays. Par exemple, le Groupe Lafarge a dû se séparer d'activités cimenteries acquises aux Etats-Unis lors de sa fusion avec le groupe Blue Circle).

Ce type de désinvestissement survient à court terme (par la réglementation maximum un an après l'opération). Ainsi, il est question de désinvestissements non voulus par l'entreprise mais rendus obligatoires par les autorités de régulations économiques (FTC aux Etats-Unis ou Commission Européenne en Europe) et ce pour prévenir toute position abusivement dominante sur un marché (Sagot-Duvauroux, Coutinet, 2003). Cette logique réglementaire peut aussi se trouver dans les modifications législatives ou fiscales incitant les entreprises à choisir de nouvelles formes organisationnelles afin de bénéficier d'économies fiscales (Zey, Swenson, 2001). En 1986, le Tax Reform Act aux Etats-Unis a entraîné une vague de restructuration où les entreprises multi divisionnaires ont filialisé leurs activités (Vise, Zey, 1999).

1.1.2. Une logique d'agence

Partant de la théorie de l'agence (au sens de Jensen et Meckling, 1976), plusieurs auteurs avancent que les marchés financiers et OPA jouent un rôle disciplinaire vis-à-vis de la stratégie des firmes. Ainsi, Charterjee et al. (2003) montrent que les tentatives ratées d'OPA peuvent amener les firmes cibles à se recentrer par désinvestissement sous certaines conditions d'indépendance de leur comité de direction. C'est dans ce cadre disciplinaire que la théorie de l'agence joue un rôle dans les désinvestissements : les marchés financiers vont agir comme un mécanisme de gouvernance externe (Denis et al., 1997) venant corriger les « excès » de croissance des dirigeants. Excès liés à une volonté des dirigeants de s'enraciner au sein de la firme, de justifier des rémunérations importantes ou de renforcer leur pouvoir managérial aux dépens des actionnaires (Hoskisson et Turk, 1990). Cette idée est à relativiser à deux niveaux : certaines stratégies de diversification s'avèrent être payantes et profitables et toutes les stratégies d'enracinement des dirigeants ne sont pas visibles sur les marchés financiers. Enfin, ces problèmes apparaissent principalement quand la firme connaît des difficultés financières (Denis et al., 1997).

1.1.3. Une logique stratégique

Plusieurs possibilités peuvent justifier ce type de désinvestissement. En réponse à la logique de diversification des années 60, les marchés ont assisté dans les années 70-80 à une vague de décongloméralisation (Porter, 1987). Ce recentrage suite à une diversification est d'autant plus simple que les sociétés n'ont qu'un lien financier et managérial (Duhaime, Grant, 1984 ; Johns, Ofek, 1995 ; Daley et al., 1997). Dans le cadre de conglomérats, les raisons stratégiques sont liées à des stratégies de recentrage. Les conglomérats ont focalisé dans un premier temps les recherches car les années 80

ont été celles du recentrage. Le recentrage en tant que tel a été étudié (Batsch, 2003) et des facteurs explicatifs du recentrage de conglomerats ont été analysés. Pour Bergh (1997), l'importance des synergies financières, l'efficacité de la gouvernance (allocation des ressources et du capital), le management (hypothèse d'Hubris, construction d'empire) et le risque (réduction de la vulnérabilité des cycles) vont être des facteurs explicatifs de la décision de désinvestir. Ainsi, Les entreprises vendent des unités pour être en cohérence avec le taux de concentration moyen de l'industrie (Markides, 1995) et pour augmenter le contrôle interne (Hoskisson, Johnson, 1992).

Le désinvestissement peut aussi s'inscrire dans une logique de redéploiement. La stratégie et/ou l'activité de l'entité cédée n'est plus en cohérence avec la stratégie de l'entreprise vendeuse. Dans ce cas, le désinvestissement sert au financement d'acquisitions futures mais aussi à la restructuration d'actifs récemment acquis pour mettre en œuvre ce redéploiement (Capron et al. 2001). Cette logique de désinvestissement suite à un redéploiement est d'autant plus forte que les actifs acquis sont fortement similaires. Ainsi, les désinvestissements sont la conséquence de réorganisation d'entreprise suite à une acquisition. En effet, des actifs peuvent être redondants et la firme peut procéder à des désinvestissements pour obtenir des effets d'échelle (Anand et Singh, 1997, Bergh, 1997). Ici, le désinvestissement d'actifs peut être vu comme la conséquence logique d'un processus dans lequel une acquisition est un moyen de reconfigurer et/ou de restructurer les ressources au sein d'une entreprise (Capron et al., 2001 : 818). À l'extrême, cette logique peut aller jusqu'à l'abandon d'un cœur de métier : la vente d'un cœur de métier est plus rarement rencontrée dans les motivations de désinvestissement. Cependant, si le management considère que ladite activité a atteint un niveau de maturité ne laissant pas espérer de croissance future, il pourra être tenté de se désengager afin de réinvestir les flux de liquidité dégagés vers des activités plus profitables.

Ce désinvestissement peut aussi s'inscrire dans une logique de focalisation. Une augmentation de la spécialisation améliore la valorisation faite par les marchés boursiers (Bhagat et al. 1990 ; Lang, Stulz, 1994 ; Comment, Jarrell, 1995).

Il est possible que les facteurs soient liés au secteur : dans les secteurs en déclin, le désinvestissement d'actifs est un moyen d'améliorer l'efficacité de la firme en éliminant des capacités excédentaires (Dutz, 1989 ; Hoskisson et al., 1994 ; Anand et Singh, 1997). Dans un autre domaine, les recherches ont montré que l'on observe un taux de désinvestissement significativement plus élevé dans les secteurs où le nombre de fusions-acquisitions ont été très concentrés (cluster of mergers). Les fusions-acquisitions sont liées à des facteurs sectoriels ; il est donc normal que les désinvestissements le soient aussi (Mitchel, Mulherin, 1996 ; Andrade et Stafford, 1999).

Enfin, cette approche peut aussi se concevoir dans une logique entrepreneuriale. Dans cette perspective, le désinvestissement peut être considéré comme une modification de la stratégie de l'entrepreneur (révision des objectifs par exemple). L'acquisition peut être, dans ce cadre, perçue comme une forme d'expérimentation (Mosakowski, 1997 ; Milbourn, Boot, Thakor, 1999 ; Matsusaka, 2001). Ici, les entrepreneurs créent la capacité stratégique de leur firme par la combinaison d'une variété d'activités. L'acquisition est considérée ici comme une opération réversible. Si elle ne s'insère pas dans le nouvel ensemble ainsi constitué, elle doit être désinvestie.

1.1.4. Une logique financière

Un désinvestissement peut être le signe d'une performance faible de l'entité désinvestie. Dans la logique des synergies, la création de valeur de l'ensemble formé par acquisition ou fusion doit être supérieur à la création de richesse des entités prises indépendamment (John, Ofek, 1995 ; Markides,

Berg, 1992). La firme peut désinvestir car elle est déçue par l'exploitation des synergies potentielles, voire son acquisition passée est destructrice de valeur. Ces synergies négatives permettront alors au désinvestisseur d'améliorer sa performance en termes de marge ou de R.O.A., ce qui représente une motivation pour le désinvestissement (John, Ofek, 1995). Dans la même logique, les synergies peuvent être inversées, ce qui signifie qu'un offreur est prêt à acheter l'entité cédée pour une valeur supérieure à la valeur intrinsèque estimée par l'entreprise vendeuse (Sicherman, Pettway, 1987). La synergie inversée représente donc ce différentiel de valeur et donc une motivation pour le vendeur. Cet aspect renvoie à la liquidité du marché des désinvestissements (Schlingemann et al., 2002).

Le désinvestissement est aussi souvent une réponse à une fragilité financière de l'entreprise (Afshar et al., 1992 ; Ofek, 1993). On peut donc s'attendre à une dégradation des principaux ratios financiers de l'entreprise (la rentabilité diminue, les frais financiers augmentent...). Ce type de désinvestissement intervient parfois en situation de crise, la survie de l'entreprise pouvant être conditionnée à une vente d'actifs (pour récupérer de la trésorerie par exemple). Un endettement excessif est aussi un indicateur de fragilité. Un désinvestissement sera aussi là pour réduire l'endettement de l'entreprise. L'opération est alors perçue par les investisseurs comme un élément positif qui va redonner confiance aux marchés financiers et augmenter le cours de l'action. En effet, un désinvestissement représente une source de financement immédiate (Sicherman et Pettway, 1987) dont un des objectifs peut être la réduction de l'endettement (Lang et al., 1995). Ainsi, le désinvestissement peut être motivé par un besoin en flux de liquidités : Une vente a pour effet immédiat une entrée massive de liquidités dans l'entreprise. En général, quand cette raison est invoquée à court terme, il peut s'agir de protéger l'entreprise contre un risque de faillite, d'OPA ou pour financer une acquisition. Cette raison a été invoquée par plusieurs auteurs.

Enfin, de manière plus chirurgicale, le désinvestissement peut intervenir dans le cas d'actifs indésirables ou non rentables (Denning, 1988 ; Cho, Cohen ; 1997). Une entreprise désire vendre une division tout simplement car celle-ci n'est pas assez rentable (c'est-à-dire qu'elle n'atteint pas la rentabilité demandée à ses divisions). Il est à noter que cette dernière raison (performance faible de l'unité vendue) trouve cependant un écho contre-intuitif dans l'article de Clubb et Stouraitis (2002). En effet, ces auteurs montrent que le rendement anormal de la firme vendeuse est significativement positif quand le ROA de l'unité vendue est fort. Les entreprises auront donc tendance à garder leur entité faiblement performante jusqu'à ce que celles-ci atteignent un niveau de rentabilité permettant leur vente (Boot, 1992).

1.2. PERFORMANCE FINANCIERE DES DESINVESTISSEMENTS

Dans le domaine financier, l'impact d'un désinvestissement ou d'un recentrage sur la performance boursière est mesuré depuis les années 80. Les désinvestissements ont un impact significatif sur la richesse de l'actionnaire de l'entreprise vendeuse (Zaima, Hearth, 1985). Berger et Ofek (1999) ont étudié 107 entreprises américaines diversifiées ayant suivi une trajectoire de recentrage entre 1985 et 1993 et n'ayant pas été rachetées. Ils constatent que l'annonce d'une opération de recentrage a été saluée par une rentabilité exceptionnelle anormale de 7,3% (ils établissent aussi que les entreprises les plus actives dans le recentrage sont aussi celles dont la diversification a été la plus destructrice de valeur ou la plus dispersée). Desai et Jain (1999) ont trouvé que lors des scissions d'entreprises, celles qui mènent à un recentrage des activités du groupe obtiennent des rendements supérieurs à celles qui n'opèrent pas de recentrage.

L'analyse de la performance est, à l'instar des acquisitions, souvent réalisée à court terme. Dans le cadre des désinvestissements, les analyses de la performance de la firme à long terme sont plus rares. Leurs résultats vont cependant dans le sens des analyses à court terme (Hanson, Song, 2003).

Cependant, différentes études parviennent à des résultats très contrastés sur la réaction des marchés financiers aux différents types de désinvestissements. Certaines études parviennent à des résultats très positifs alors que d'autres ont des résultats soit non significatifs soit négatifs (Haynes et al., 2002 : 1218). Plusieurs commentaires peuvent expliquer ces différences : les études ont été réalisées à des époques différentes, selon des méthodologies différentes, dans des contextes de taille, de secteur et de construction de typologie des désinvestissements différents. Ainsi, on se rend compte que la plus grande variabilité est constatée pour les désinvestissements liés à des difficultés financières. Les désinvestissements stratégiques par rééquilibrage ou recentrage sont un moyen de financer le renforcement de l'entreprise dans ses activités ou son marché de base. Ces résultats sont toutefois à relativiser car certains désinvestissements s'inscrivent dans des plans de restructuration plus complets. Dans ce cadre, le désinvestissement est contributeur de l'amélioration de la performance de l'entreprise, mais il n'en est pas obligatoirement la seule cause.

1.3. PROPORTION DES DESINVESTISSEMENTS LIES A UNE ACQUISITION PASSEE

Statistiquement, les désinvestissements sont un fait depuis les années 60. De plus, à partir de la fin des années 70, les entreprises commencent à tourner le dos à la sur-diversification et les marchés financiers manifestent plus nettement leur défiance à l'égard des orientations conglomerales (Baker, Smith, 1998). Pour Rumelt (1974), la part des 500 entreprises du classement de Fortune ayant une activité unique a baissé de 22,8% à 14,8% entre 1959 et 1969. Pour Lichtenberg (1992), le nombre moyen de branches d'activités de quelques 6 500 entreprises a diminué de 14% entre 1985 et 1989. La proportion d'entreprises à branche unique passait de 16,5% à 25,4% sur la même période. Shleifer et Vishny (1991) ont étudié les prises de contrôle hostile entre 1984 et 1986 : 72% des actifs (en valeur) ont rejoint des acquéreurs à activités reliées, 15% ont été repris en LMBO, et seulement 4,5% ont été transférés à des acquéreurs non reliés. Davis et al. (1994) ont calculé que le niveau global des 500 entreprises du palmarès de Fortune a baissé d'un tiers entre 1980 et 1990, et ont évalué à 40% leur diminution de diversification non reliée. Hatfield, Liebeskind et Opler (1996) ont travaillé sur 3 602 entreprises américaines issues des 2 500 plus grands employeurs, cotées ou non, entre 1981 et 1989. Le niveau de diversification médian reliée a augmenté de 16,8% en large partie grâce au recentrage des entreprises maintenues. La médiane du ratio de spécialisation s'est élevée de 10,6%, surtout en raison de la disparition des entreprises non spécialisées. Cette stratégie tournée vers une plus grande focalisation a été soulignée par Comment et Jarrell (1995) qui notent que la proportion des sociétés n'ayant qu'une seule branche est passée de 38,1% à 55,7%.

On peut constater qu'une partie des désinvestissements représente une liquidation d'une acquisition passée. Les plus grandes critiques sur les acquisitions ont été abordées sous l'angle des désinvestissements. Taylor (1988) les a comparé à des divorces institutionnels (en opposition aux métaphores des acquisitions comme le mariage, la lune de miel...). Montgomery et Wilson (1986) ont décrit les désinvestissements comme des « échecs d'acquisition » et ont constaté que 44,7% des 434 firmes étudiées entre 1967 et 1982 étaient toujours en possession de la firme acheteuse (16,8% avaient été tout ou partie désinvesties, 2,3% avaient été liquidées et 17,7% avaient été restructurées ou reconfigurées). Ravenscraft et Scherer (1987) ont montré que 33% des acquisitions réalisées dans les années 60 et 70 ont été par la suite désinvesties. Porter (1987), en utilisant un échantillon de 33 firmes sur une large période, a montré que 53% des acquisitions étaient désinvesties quand elles

amenaient les firmes vers de nouveaux secteurs. L'auteur suggère aussi que les acquisitions permettant un transfert ou un partage de compétences de la firme acquise vers la firme acheteuse étaient génératrices d'avantage concurrentiel et avaient moins de chances d'être désinvesties. Kaplan et Weisbach (1992) ont analysé 271 acquisitions entre 1971 et 1982. Ils ont montré que 43,9% d'entre elles avaient été désinvesties en 1989 et que la durée de vie moyenne d'une acquisition était de 7 années. Ils ont montré que les désinvestissements suite à une diversification avaient quatre fois plus de chances d'être désinvestis. Enfin, Weston (1994) ont montré dans leur article que entre 35 et 45% des fusions acquisitions publiées étaient des désinvestissements d'entreprises.

Ces taux ne soulignent pas nécessairement que le désinvestissement lié à une acquisition fut une erreur stratégique ; comme le soulignent Kaplan et Weisbach (1992), les désinvestissements ne sont pas la preuve d'un échec. Les auteurs jugent que seul 34% à 50% des désinvestissements sont dus à des échecs de diversification. Par exemple, Sanders (2001) voit les acquisitions et les désinvestissements comme des voies alternatives pour augmenter la valeur des stock-options. Pour Weston (1989), les désinvestissements ne sont pas automatiquement liés à une faible performance de la firme vendeuse : l'unité peut être vendue pour réaliser une plus value, les synergies existantes à l'origine de l'acquisition peuvent avoir disparues, etc.

[...]

**ANNEXE 2 : Le spin-off crée-t-il de la valeur pour l'actionnaire ?
Étude du spin-off d'Arkema par Total.**

Source : <http://static.iquest.com/fichiers/theses/Economie-Gestion-Commerce/spin-off-creation-valeur-actionnaire-lebondidier.pdf>

Executive Mastère Spécialisé Ingénierie financière et fiscale 2007-2008 ; ESCP – EAP ;
Auteur : Valentin Lebondidier - Directeur de Recherche : Christophe Moussu

EXTRAITS [...]

Le spin-off d'Arkema, la filiale chimique du groupe Total, est l'un des rares spin-offs français de ces dernières années. L'opération est d'une ampleur suffisamment importante pour que son étude soit intéressante.

Après avoir posé les bases de l'opération à travers les aspects stratégiques et les raisons qui ont poussé au choix d'un spin-off, nous étudierons les phases de préparation et d'exécution de l'opération. Puis nous établirons s'il y a eu de la création de valeur pour les actionnaires. Nous verrons enfin si le spin-off d'Arkema a permis d'atteindre les objectifs fixés et comment cette opération se situe par rapport aux autres spin-off qui ont eu lieu dans le secteur de la chimie.

[...]

4.1 Aspects stratégiques du spin-off

Pour mieux comprendre ce qui a poussé Total à se séparer de sa filiale Arkema il est nécessaire d'étudier l'historique, les produits, le marché et les concurrents du groupe Total mais aussi de sa filiale Arkema.

4.1.1 Présentation du groupe Total

Historique

Le groupe Total est issu de deux fusions successives : la fusion entre Total et Petrofina effectuée en 1999 qui donne naissance au groupe Total Fina, et la fusion entre Total Fina et Elf Aquitaine en 2000 qui va créer le groupe Total Fina Elf, rebaptisé en 2003 Total ([...]).

Produits

Avant le spin-off le groupe Total exerce ses activités dans les domaines énergétiques et chimiques. Les activités mondiales de Total sont réparties en 3 secteurs :

- L'Amont avec l'exploration et la production d'hydrocarbures, de gaz, d'électricité et d'énergies nouvelles.
- L'Aval avec le raffinage, le négoce de pétrole et de gaz, l'approvisionnement du pétrole brut vers les raffineries et des produits raffinés vers les lieux de consommation (par transport

maritime ou terrestre), le marketing des produits pétroliers, et la distribution des produits à travers des réseaux propres (Total, Elf, Elan).

- La Chimie avec la chimie de base et les grands polymères : la pétrochimie et les fertilisants, les intermédiaires de synthèse et les polymères de performance, et les spécialités (résines, adhésifs, chimie de métallisation et élastomères).

L'Amont est une activité qui utilise peu de moyen humain au sein du groupe Total (entre 11% en 2000 et 13% en 2003), elle procure un faible chiffre d'affaires (14% entre 2000 et 2003) par rapport à l'activité Aval mais elle est très consommatrice de capitaux (plus de 40% du groupe) et représente 71% des investissements bruts du groupe entre 2000 et 2003. L'activité Amont est en contrepartie très rémunératrice, elle représente plus de 70% du résultat opérationnel du groupe et sa rentabilité moyenne sur les capitaux employés (ROACE) est très forte (29% en 2003).

Avec des effectifs représentant 31% du groupe en 2003, l'Aval est une activité à gros volumes (68% du chiffre d'affaires cumulé entre 2000 et 2003). L'activité utilise moins de capitaux que l'Amont (autour de 24% du groupe) et est à l'origine de beaucoup moins d'investissements bruts (14% du groupe entre 2000 et 2003). Les marges sont cependant plus faibles et son ROACE qui a beaucoup varié est inférieur à celui du groupe Total.

La Chimie est l'activité qui utilise le plus de ressources humaines (entre 55% et 59% des effectifs avant la création d'Arkema). Elle contribue faiblement au chiffre d'affaires du groupe (moins de 20%), est peu utilisatrice de capitaux (un peu plus de 20%), et demande aussi peu d'investissement que l'aval (15% entre 2000 et 2003). L'activité participe cependant à moins de 10% du résultat d'exploitation du groupe et c'est la moins rentable du groupe avec une ROACE de 4% en 2003 ([...]).

Actionnariat

Les actionnaires de Total sont en 2005 pour 87% (hors détention intra-groupe) des institutionnels, les salariés représentent 4% des actionnaires, alors que les individuels (les Familles Desmarais et Frères-Bourgeois du Groupe Bruxelles Lambert, Areva, les Banques) sont autour de 9%. Suite au désengagement de l'Etat français, la proportion des actionnaires individuels a baissé (elle était de 14% en 2001) alors que la part des actionnaires institutionnels a augmenté (ils représentaient 83% du capital en 2001).

4.1.2 Présentation d'Arkema

Le pôle chimie de Total, appelé Atofina, est composé des différentes activités chimiques des groupes Total, Elf et Pétrofina (voir annexes 4.1 et 4.2). La réorganisation du pôle chimie du groupe Total en 2004, s'est caractérisée par la séparation des activités d'Atofina entre Total Petrochemicals et Arkema ([...]).

Le groupe Arkema exerce dans 3 pôles d'activité :

- Les produits vinyliques : Chlorochimie et PVC, compounds vinyliques (produits prêts à l'emploi obtenus par mélange de PVC et d'additifs) et la filiale Alphacan (tubes et profilés pour le marché du bâtiment et des travaux publics)
- La chimie industrielle avec la production d'intermédiaires de synthèse : Acryliques (pour le marché des peintures, des PMMA...), PMMA (altuglas, plexiglas), Thiochimie, Fluorés et Oxygénés.
- Les produits de performance (polymères) : les Polymères techniques, les Spécialités chimiques (Ceca), les Peroxydes organiques, les Additifs, les Résines urée formol et l'Agrochimie (Cerexagri).

L'activité du groupe Arkema touche un vaste ensemble de marchés et de produits : automobiles, construction, équipements pétrochimiques, cosmétiques, réfrigérations et climatisations, jouets, textiles (chaussures), emballages plastiques, montres...

4.1.3 Le marché

Le groupe Total est présent dans deux secteurs d'activité : le pétrole (et le gaz), et la chimie.

Le Pétrole

Principale source d'énergie de la planète, le pétrole contribue à hauteur de 50% à la formation du PNB mondial. Les carburants tirés du pétrole représentent 97% de l'énergie utilisée par les transports dans le monde, qui jouent un rôle vital dans le fonctionnement de l'économie moderne.

La rentabilité du secteur du pétrole est régie par le marché du pétrole (brut ou raffiné) où les prix sont très volatiles. Le chiffre d'affaires et la marge des groupes pétroliers vont dépendre en grande partie du cours de bourse du pétrole, que ce soit pour sa production, son raffinage ou sa distribution. Toute hausse du cours du pétrole (brut ou raffiné) aura un impact positif sur les résultats de l'entreprise. La demande en pétrole a une très faible élasticité au prix. On assiste à une demande croissante en pétrole. Cette demande est stable pour les pays d'Europe et d'Amérique du Nord et en forte croissance pour la Chine, l'Inde et les pays exportateurs de pétrole.

La Chimie

Dans pratiquement tous les secteurs économiques, les produits dérivés du pétrole sont devenus indispensables et il n'existe généralement pas de substitut. La Chimie liée au pétrole, appelée aussi pétrochimie ou produits dérivés du pétrole, est un marché à rentabilité cyclique. La rentabilité de la pétrochimie dépend fortement du prix des matières premières et des combustibles utiles à la production, de l'intensité de la demande en produit, de l'adéquation entre la capacité de production et la demande, et des variations de taux Euro/Dollar (les échanges se faisant principalement entre des zones euros et dollars). A l'inverse du secteur du pétrole, plus les cours du pétrole sont hauts, moins le secteur de la chimie est rentable car il dépend du pétrole comme matière première mais aussi comme combustible.

4.1.4 Les acteurs

Le secteur du pétrole et du gaz est composé de « majors », entreprises multinationales verticalement intégrées qui concentrent les activités d'exploration, de production, de raffinage, et de distribution mais aussi de production de produits dérivés du pétrole. Le secteur est aussi composé d'indépendants (de la compagnie familiale à la multinationale) dont leur unique activité est l'exploration et la production de pétrole brut pour le vendre, de raffineurs qui ne détiennent que l'aval (raffineries et éventuellement stations-service) et de compagnies nationales qui ont un monopole de la production dans leur pays, ou qui commercialisent la part revenant à l'état. En 2006, les 5 plus grosses entreprises pétrolières privées ne contrôlaient que 5% des réserves mondiales de pétrole et de gaz et représentaient seulement 12% de la production³⁴. Le reste étant contrôlé et produit par des compagnies nationales, principalement dans les pays du Moyen-Orient.

Comme Total avec Petrofina et Elf Aquitaine, tous les concurrents du secteur ont fusionné entre 1998 et 2002, afin d'augmenter les économies d'échelle, de se protéger contre la volatilité des prix du pétrole et de réduire les réserves de liquidités en investissant. Ce fut le cas de BP et Amoco en 1998, de Exxon et Mobil en 1999, de Chevron et Texaco en 2001 et de Conoco Inc. et Phillips Petroleum

Company en 2002. En 2008, selon le classement des entreprises privées mondiales du magazine Fortune, sur les 10 premières entreprises mondiales il y a les 6 principales entreprises pétrolières privées (Exxon Mobile, Royal Dutch Shell, BP, Total, Chevron Texaco et Conoco Phillips).

Dans le secteur de la chimie, outre les « majors » du pétrole et du gaz il existe quelques « pure players » comme par exemple BASF, Tessenderlo et Kemira. D'autres sont issues du spin-off d'un gros groupe pharmaceutique ou pétrolier comme par exemple Clariant en 1995 (Sandoz), Ciba en 1997 (Novartis), Rhodia en 1998 (Rhône-Poulenc) et Lanxess en 2002 (Bayer).

Maintenant que nous avons établis les bases stratégiques de l'opération, il est intéressant de comprendre ce qui a poussé Total à se séparer d'Arkema sous la forme d'un spin-off.

4.2 Motivations du spin-off

Le secteur de la chimie est particulièrement cyclique et à forte maturité. Le pôle chimique de Total n'échappe pas à ce constat et la création de la filiale Arkema en 2004 est la conséquence de cet environnement défavorable entre 2000 et 2003. Les motivations et le choix du spin-off sont donc issus de la situation particulière du secteur avant 2004 mais aussi des différents avantages que représentent un spin-off pour la société mère et pour la société détachée.

4.2.1 Situation avant le spin-off

Le secteur de la chimie est cyclique et après une hausse de sa rentabilité entre 1993 et 1995 il ne cesse de chuter (Graphique 1). Alors que le secteur semblait redémarrer en 1998-1999, il va finalement rechuter à partir de 2000. Le spin-off d'Arkéma est issu d'un constat sur cette évolution défavorable du secteur de la chimie.

2000-2003 : un environnement défavorable au secteur de la chimie !

Entre 2000 et 2001, le résultat opérationnel du groupe Total Fina Elf baisse de 12% et cette chute est imputable pour 30% à l'activité Chimie. Le Chiffre d'Affaires de la chimie baisse de 6% et son résultat opérationnel perd 33%. Le marché est dégradé dans l'ensemble de la branche Chimie. Le groupe décide alors de mettre en place un plan de restructuration : recentrage de la recherche et du développement, convergence des systèmes d'information, redimensionnement des sièges sociaux, et actions sur les sites industriels.

Entre 2001 et 2002, la chute du résultat opérationnel de Total Fina Elf de 16% s'explique par une baisse de 70% du résultat opérationnel de l'Aval mais aussi par une baisse de 29% du résultat opérationnel de la Chimie dont le marché devient difficile. On assiste à une chute de la chimie de base et des grands polymères de performance 38% (alors même que les ventes augmentent). Cela s'explique par une offre surabondante sur le marché qui entraîne une chute des marges et un résultat opérationnel négatif. À cela s'ajoute une baisse des ventes d'intermédiaires due à la faible croissance économique notamment en Europe où le groupe fait la plus grosse partie de ses ventes.

En 2002, l'industrie de la Chimie est en bas de cycle et souffre d'un environnement économique défavorable. Elle est confrontée à la globalisation des marchés et la concurrence croissante du Moyen-Orient qui atteint de meilleures marges grâce à une matière première à bas coûts et à des outils de production à forte capacité. Total Fina Elf continue alors en 2002 sa politique de repositionnement stratégique engagé en 2001 avec un recentrage de l'activité sur le cœur de métier en cédant des actifs

non stratégiques, et un repositionnement géographique avec un développement accéléré sur les marchés à forte croissance d'Asie.

En 2003, alors que l'Amont se porte bien avec un résultat opérationnel supérieur à 2000, et que l'Aval retrouve des couleurs en doublant son résultat opérationnel par rapport à 2002 mais à un niveau encore inférieur à 2000 et 2001, la Chimie voit son chiffre d'affaires et son résultat opérationnel encore chuter de respectivement 11% et 28%. Total continue les cessions d'actifs non stratégiques, notamment la peinture fin 2003. Le pôle chimie représente 55% des salariés du groupe Total contre 59% en 2002. Le retournement du marché de la Chimie n'a toujours pas eu lieu. Les conditions sont très difficiles pour les acteurs européens. Il y a une forte concurrence (notamment au Moyen-Orient), une faible demande, une augmentation des coûts énergétiques et de matière première et une forte dépréciation du dollar par rapport à l'euro.

2004-2005 : la réorganisation du secteur de la chimie !

Face aux avantages comparatifs des Etats-Unis qui ne dépendent pas du prix du pétrole mais du prix du gaz, et un dollar faible, du Moyen-Orient qui possède des réserves de gaz naturel bon marché, la chimie européenne entre dans une phase de grandes manœuvres comme l'attestent les différentes autres opérations annoncées au cours du premier semestre 2004 : BP s'apprête à vendre ses activités pétrochimiques Innovene à Ineos, Shell et Basf ont annoncé la vente de Basell.

Le 19 février 2004, Thierry Desmarest, PDG du groupe Total annonce une vaste réorganisation des activités chimiques de Total. Il part du constat qu'une partie de l'activité (la chlorochimie, les produits intermédiaires et de performance) est dans une position de forte concurrence en Europe et tire depuis quelques années les résultats du groupe vers le bas. Il souhaite donc regrouper l'activité dans « une société de plein exercice, dotée de moyens propres, gérée de manière décentralisée... » (Entretien Thierry Desmarest, Le Monde, 20 février 2004). Il ne souhaite cependant pas se séparer du reste de l'activité chimique où « des synergies existent avec le raffinage » et où « des structures décentralisées, dynamiques...résistent bien ».

La société Arkema est créée le 1er octobre 2004 avec pour objectifs de « devenir indépendante, lorsqu'elle aura trouvé son équilibre ».

4.2.2 Objectifs de la réorganisation

Le pôle chimie de Total est issu des activités des groupes Total, Elf et Petrofina, et se caractérise par une large gamme de produits (24 lignes de produits) alors que ses principaux concurrents limitent leur activité chimique à quelques grands produits, liés principalement à la pétrochimie et bénéficiant de synergies directes avec l'activité pétrolière aval. Le problème vient depuis quelques années de la chlorochimie, des intermédiaires et polymères de performance dont la rentabilité est insuffisante par rapport aux autres acteurs du marché. Le groupe Total est bien positionné sur le marché mais la concurrence est de plus en plus forte (surtout sur l'Europe) et ses activités souffrent de la baisse du dollar. Total souhaite donc créer une filiale dotée de moyens propres et gérée de manière décentralisée qui aura vocation à devenir indépendante financièrement et stratégiquement. Les objectifs du spin-off sont nombreux :

- Pour Total :
 - Réorganiser son pôle chimie en sortant du groupe les activités n'ayant pas ou peu de synergies avec les métiers du pétrole.

- Se concentrer sur son cœur de métier (activité pétrolière et gazière, chimie de base, chimie de spécialités).
 - Avoir un mix d'activités plus en ligne avec ses principaux concurrents.
 - Réduire le poids des capitaux employés par le groupe dans le secteur de la chimie.
 - Se débarrasser d'une activité peu rentable et qui doit être subventionnée par le groupe depuis plusieurs années.
- Pour Arkema :
 - Possibilité d'avoir un organe décisionnel plus expérimenté et plus réactif avec une plus grande flexibilité pour le management.
 - Aligner la capacité de financement d'Arkema avec celle de ses concurrents.
 - Avoir plus de liberté dans la poursuite de sa stratégie de restructuration entamée en 2004 et une meilleure réactivité aux besoins du marché.
 - Obtenir plus de cohérence dans la politique de croissance externe de l'entreprise avec une meilleure gestion du portefeuille d'actifs.
 - Améliorer la performance industrielle, le marketing, la relation client, le management, la recherche et le développement d'Arkema afin d'assainir ses résultats financiers.
 - Permettre à Arkema de trouver son propre actionnariat.

4.2.3 Choix d'un spin-off

Le groupe Total a accumulé au fur et à mesure des fusions de nombreuses entités rendant peu claires l'activité du groupe. Le 19 février 2004 le PDG de Total, Thierry Desmarest, annonce la séparation d'une partie de l'activité chimique au sein d'une entité autonome et indépendante. Les modalités et la date de l'opération ne sont alors pas encore connues.

Total a le choix entre plusieurs opérations de désinvestissement. En 2004 les besoins de liquidité de Total ne sont pas importants sinon les dirigeants auraient opté pour une vente de l'actif ou un carve-out. De plus, la vente présente l'inconvénient de potentiellement renforcer un concurrent. Le secteur de la chimie est fortement concurrentiel et les résultats d'Arkema sont encore en dessous des autres acteurs du marché, la vente de l'actif ne pourrait alors se faire à un niveau très intéressant. Les dirigeants perçoivent donc Arkema comme un actif sous-évalué et préfèrent le spin-off au carve-out ou à la vente d'actifs. Arkema est dans un secteur à faibles opportunités de croissance, le spin-off est donc préférable au carve-out (Jongbloed 1994).

Si Total s'était séparé d'un actif ayant de fortes synergies avec sa maison mère les dirigeants auraient privilégié le carve-out où le lien entre les deux entités est conservé. Dans le cas d'Arkema, Total souhaite justement se séparer d'actifs dont les synergies avec le reste de l'activité sont faibles ou inexistantes.

De plus le spin-off, tout comme la vente d'actifs, permet à la maison mère en se séparant totalement de sa filiale de se concentrer sur son cœur d'activité et d'améliorer la transparence et la compréhension de son activité.

Le spin-off permet de favoriser l'actionnaire puisqu'il s'apparente à une distribution de dividendes fiscalement intéressante. Total souhaitant améliorer son taux de distribution pour atteindre 50% à moyen terme (rapport annuel 2004), le spin-off peut être une partie de la solution. De plus, dans un spin-off, les actionnaires conservent une exposition aux évolutions boursières des deux entités tout en

gardant une possibilité d'arbitrage à tout moment entre les deux valeurs.

Total est aussi guidé par des spin-off réussis comme celui de Lanxess ou des expériences ratées comme celui de Rhodia qui permettent de ne pas reproduire les mêmes erreurs. Il y a une sorte d'effet de mimétismes et d'effet de mode, l'ensemble des acteurs du marché privilégiant ce type d'opération, Total se doit peut être de faire un spin-off.

[...]

4.3.2 Réalisation de l'opération

L'opération s'est déroulée en six étapes :

- Création par Elf d'une holding SDA (Société de Développement Arkema) regroupant les participations d'Elf dans des entités d'Arkema.
- Attribution aux actionnaires d'Elf (Total étant actionnaire à 99,42%) des actions de SDA.
- Création, par Total, d'Arkema avec apport des actions de SDA ainsi que des participations dans les autres filiales Arkema
- Attribution par Total à ses actionnaires des actions d'Arkema.
- Fusion absorption de SDA par Arkema S.A.
- Introduction des actions Arkema sur le marché Eurolist

[...]

4.4 Création de valeur du spin-off

La mesure de la création de valeur d'un spin-off est effectuée en analysant les rentabilités anormales des cours de bourses aux différentes étapes de l'opération. L'étude d'évènement d'un spin-off pouvant à elle seule faire l'objet d'une thèse, nous nous limiterons ici à l'observation et l'analyse des cours de Bourse à l'annonce du spin-off, à l'introduction en Bourse et après le spin-off d'Arkema. Nous nous intéresserons aussi à l'évolution de la performance des deux sociétés.

4.4.1 À l'annonce du spin-off

Le 19 février 2004, Thierry Desmarest, PDG de Total a annoncé la réorganisation du pôle chimique du groupe par un spin-off ou par une simple introduction en Bourse. Huit mois plus tard, à la création d'Arkema, le choix d'un spin-off comme opération de restructuration est encore peu évident : on peut lire dans Le Figaro du 6 octobre 2004 que Thierry Desmarest annonce une sortie qui « va se faire par spin-off » alors que dans Les Echos du 5 octobre 2004 on peut lire que « l'objectif est désormais de mettre Arkema en Bourse, probablement par le biais d'un spin-off ». La date de l'opération est, à ce moment-là, plus précise et prévue pour 2006. Le 7 décembre 2005 correspond à la confirmation de l'opération devant le comité central d'entreprise, c'est la date officielle de l'annonce du spin-off (source Thomson One Banker). Le spin-off est alors prévu pour quelques jours après l'approbation des actionnaires le 12 mai 2006.

L'annonce s'est donc faite à trois dates très espacées les unes des autres. Il est donc possible que l'anticipation des marchés sur la création de valeur que va apporter le spin-off se soit effectuée de manière étalée au fur et à mesure des annonces. La création de valeur a donc de forte chance de ne pas être visible, le 7 décembre 2005, à la date officielle de l'annonce du spin-off.

[...]

Alors que dans la plupart des études empiriques l'annonce du spin-off entraîne une création de valeur de l'ordre de 3% ([...]), l'effet n'est pas visible à l'annonce officielle du spin-off le 7 décembre 2005. Il semble que si l'annonce du spin-off d'Arkema a créé de la valeur, l'effet s'est dilué au cours des différentes annonces.

4.4.2 À l'introduction en Bourse d'Arkema

Le 18 mai 2006 Arkema a été introduite en Bourse au cours de 27 euros l'action (27,5 euros pour la première cotation le 18 mai au matin) sur Eurolist (Code ISIN : FR0010313833). Le prix de référence de 27 euros correspond à un prix indicatif et non pas à un prix de marché comme c'est le cas lors d'une introduction en Bourse qui fait l'objet d'un placement auprès d'investisseurs.

Arkema est présent dans les indices du secteur de la chimie Dow Jones Euro Stoxx Chemicals (DJES Chemicals) et Dow Jones Stoxx 600 Chemicals (DJS 600 chemicals), ainsi que dans les indices SBF 120 et CAC MID 100.

[...]

A l'introduction en Bourse, l'action Arkema augmente de 19,4% pour atteindre 32,25 euros alors que l'indice de marché chute de 0,2%, ce qui représente une plus-value de 19,7% par rapport à l'indice DJES Chemicals (Tableau 14). Pendant les 5 jours suivant l'opération, l'action Arkema va se maintenir à des niveaux très supérieurs au secteur et au marché.

[...]

Le décrochage entre Arkema et les différents indices est indéniable lors des premiers jours de cotation de la société (Graphique 9). On s'aperçoit qu'après les premiers jours de cotation la forme de la courbe de l'action Arkema devient similaire à celles des indices. Le spin-off a donc un impact positif sur le cours de l'action à l'introduction en Bourse, on peut parler d'une création de valeur pour les actionnaires.

Le volume d'échange lors de l'introduction en Bourse d'Arkema est 21 fois supérieur au volume d'échange moyen observé entre le 18 mai 2006 et le 31 décembre 2008 (source : Datastream). Ceci est d'une ampleur bien supérieure à celle observée par Vijh (1994), laquelle était de 2,79 fois. La création de valeur du spin-off peut trouver son explication dans l'effet « clientèle » ([...]).

[...]

5 Conclusion

Le technique du spin-off est une opération de désinvestissement remarquable. Elle permet de créer de la valeur pour l'actionnaire en libérant de la valeur cachée au sein d'une entreprise diversifiée. Les études empiriques sont unanimes sur le sujet, le spin-off va apporter de la richesse en améliorant la performance des deux entités et en augmentant la visibilité des actifs sur les marchés.

Cependant l'opération ne peut s'effectuer sur n'importe quel type d'actifs. La séparation des deux entreprises oblige à faire cette opération quand les synergies sont faibles entre la société mère et la filiale. L'actif doit être perçu par les dirigeants comme sous-évaluer pour véritablement libérer de la

valeur. De plus la société mère ne peut avoir besoin de nouvelles liquidités puisque le spin-off se fait sous forme d'un versement de dividendes à l'actionnaire.

Le faible nombre de spin-offs effectués en France depuis une dizaine d'années s'explique mal. Les inconvénients de l'opération qui étaient liés aux spécificités juridiques et fiscales françaises ont maintenant disparus. L'explication peut venir du fait que les dirigeants français se sentent valorisés par la direction d'actifs diversifiés et sont donc réticents à réduire la taille d'une entreprise. Mais il n'y a pas de raisons pour qu'un manager français le soit plus qu'un manager américain ou anglais.

Culturellement, et à l'opposé des pays anglo-saxons, on considère en France que le but d'une entreprise n'est pas de créer de la valeur seulement pour l'actionnaire mais pour l'ensemble des acteurs internes ou externes (les « stakeholders »). On pourrait trouver là une autre explication à l'utilisation limitée du spin-off en France d'autant plus qu'il s'agit d'une opération de réorganisation qui est souvent synonyme de licenciement.

Il paraissait donc important d'illustrer la création de valeur d'un spin-off par l'étude d'un cas français. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, même si l'opération est plus complexe qu'une vente d'actif, le spin-off n'est pas en soi énormément compliqué. En revanche, la phase de préparation qui est primordiale pour le succès de l'opération, demande beaucoup d'efforts aux dirigeants que ce soit pour accompagner les équipes dans le changement ou pour convaincre les marchés sur les capacités de la filiale.

Dans le cas d'Arkema, non seulement la phase de préparation a été effectuée avec sérieux mais en plus les dirigeants ont doté la filiale de véritables atouts financiers nécessaires à son épanouissement une fois l'indépendance acquise.

Le résultat de l'opération est très positif puisque dès le premier jour l'action Arkema a gagné 19,4%. Même si elle a été peu significative à l'annonce du spin-off, la création de valeur est indéniable sur l'ensemble de l'opération. Une étude d'évènement complémentaire permettrait de valider l'ensemble de ces constats et de préciser le montant réel de la création de valeur.

L'étude du cas d'Arkema apporte la preuve qu'un spin-off peut être effectué en France dans des conditions optimales pour l'entreprise comme pour l'actionnaire. Le spin-off est une opération très intéressante et c'est un tort si elle n'est pas plus utilisée en France car de nombreuses entreprises pourraient ainsi libérer de la richesse cachée. Les dirigeants d'entreprises françaises devraient prendre exemples sur leurs homologues d'entreprises étrangères, principalement anglaises et américaines, et multiplier dans les années à venir ce type d'opération.

x x x x x
x x x
x