

Louvain School of Management

L'utilité des IPO et les retraits volontaires de la cote : mise en évidence des facteurs décisionnels sur
Euronext

Mémoire recherche réalisé par
Antoine et Paquet

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur
Professeur Philippe Grégoire, PhD

Année académique 2017-2018

Remerciements

Le mémoire marque l'aboutissement des études, la fin d'un cycle et je me devais de remercier les personnes suivantes qui m'ont permis de mener à bien ce projet et de commencer un nouveau chapitre de ma vie :

- Monsieur Grégoire qui, en sa qualité de professeur de finance à la Louvain School of Management, a su guider mes recherches et me prodiguer de judicieux conseils pour mener à bien ce travail ;
- Messieurs Macharis et Krug, respectivement CEO de VPK packaging et Président Belgique et Emerging Markets de Duvel-Moortgat pour leur temps et leur aide désintéressée et ô combien précieuse
- Ma famille et mes proches qui m'ont été d'un grand soutien durant tout mon parcours universitaire et particulièrement dans cette étape clé que représente le mémoire. Je tiens spécialement à remercier Adela Feier et Olivier Boveroux pour leur aide si précieuse tout au long de ce travail.

Résumé

But – Ce travail a pour but d’identifier les facteurs annonceurs d’un retrait volontaire de la cote sur les marchés d’Euronext. En particulier, les hypothèses suivantes sont testées : la liquidité, la visibilité, le besoin de fonds, le levier financier, la taille des entreprises, la sous-évaluation, la performance/profitabilité et les free cash flows. Dans un second temps, le but est de voir s’il existe des différences évidentes entre les firmes qui ont quitté les marchés via Buy Out Squeeze Out et via Leveraged Buy Out.

Méthodologie – Deux analyses statistiques sont effectuées à l’aide d’un échantillon de 56 entreprises qui se sont retirées d’Euronext via BOSO entre 2011 et 2017 et d’un groupe de contrôle apparié par industrie. Un test de student permet de distinguer les profils des firmes qui quittent les marchés de celles qui restent et un modèle de régression logistique d’établir les variables qui influencent significativement la probabilité de tourner le dos aux marchés. Ensuite, deux cas de firmes qui se sont retirées d’Euronext Bruxelles sont présentés pour compléter les résultats des analyses précédentes.

Résultats – Une faible liquidité des titres est un facteur annonceur qu’une firme va se retirer volontairement des marchés boursiers selon toutes les analyses menées. La visibilité est un point de discordance puisque la théorie est opposée aux résultats du modèle logit et des interviews, cristallisant l’incertitude autour de ce facteur. Hormis pour le test de student, la sous-évaluation semble être un facteur déterminant dans la volonté de quitter la bourse. Le besoin réduit en financement, un faible levier financier et la taille des entreprises sont des variables qui n’ont pu être confirmées que par le modèle de régression logistique ou par les interviews, empêchant de tirer de fortes conclusions. Les autres variables sont toutes non significatives au regard de la problématique.

Originalité – Premièrement, il s’agit de la première étude qui couvre la période post crise de 2008. Ensuite, les BOSO font l’objet de peu d’attention dans la littérature et il s’agit du premier ouvrage consacré à la bourse paneuropéenne. Le fait d’ajouter des études de cas, belges de surcroît, constitue également une nouveauté dans la littérature.

Table des matières

Introduction	1
Étude théorique	4
1 L'utilité du financement par la bourse	5
1.1 Introduction en bourse ou IPO	5
1.2 Euronext	6
1.2.1 Les différents marchés d'Euronext NV	8
1.2.1.1 Le marché réglementé : Euronext	9
1.2.1.2 Euronext Growth : un MTF pour les PME et ETI	9
1.2.1.3 Euronext Access et Access + : un accès facilité à la Bourse	10
1.2.1.4 Un comparatif des conditions d'accès	10
1.2.2 Le processus d'IPO	10
1.3 Pourquoi s'introduire en bourse ?	11
1.3.1 Une source de financement (citer des exemples historiques)	11
1.3.2 Augmenter la liquidité	12
1.3.3 Notoriété & visibilité	13
1.4 Freins à la cotation	14
1.4.1 Frais de cotation	14
1.4.2 Perte de confidentialité	15
1.4.3 Perte de contrôle et de propriété	15
2 Une utilité en question	17
2.1 Retraits involontaires de la cote	18
2.2 Retraits volontaires de la cote	18
2.2.1 Retraits volontaires de la cote avec échanges ultérieurs	19
2.2.2 Retraits volontaires de la cote sans échange ultérieur	20
2.3 Facteurs déterminants du retrait volontaire de la cote	23
2.3.1 La réduction des bénéfices liés à la cotation	23
2.3.1.1 Manque de liquidité des titres	23
2.3.1.2 Manque de visibilité	24
2.3.1.3 Besoin réduit en financement extérieur	24
2.3.1.4 Levier financier	25
2.3.2 Augmentation des coûts de cotation	26
2.3.2.1 Taille des entreprises	26
2.3.2.2 Sous-évaluation	26
2.3.2.3 Performance et profitabilité en baisse	27
2.3.3 Réduction des coûts d'agence	28
2.3.3.1 Free cash flows	28
2.3.3.2 Réalignement des intérêts entre actionnaires et managers	29
2.3.3.3 Capital dispersé et le free rider problem	30
2.3.4 Phénomènes extérieurs à la firme	30
2.3.4.1 Déductions fiscales	30
2.3.4.2 Protection contre les hostile takeovers	30

2.3.5	Tableau récapitulatif des études empiriques	31
3	Et après s'être retiré ?	33
	Partie Pratique	34
4	Données et méthodologie	35
4.1	Analyse statistique	35
4.1.1	Collection des données	36
4.1.1.1	Retraits volontaires suivant un BOSO	36
4.1.1.2	Echantillon de contrôle	37
4.1.2	Hypothèses et proxys	38
4.1.3	Tests d'hypothèses	40
4.1.4	Modèle de régression logistique	41
4.2	Entretiens qualitatifs	42
5	Analyse statistique	42
5.1	T-test pour données appariées	42
5.2.1	Les résultats	42
5.2.2	Discussion	44
5.2	Le modèle de régression logistique	45
5.2.1	Le modèle logit complet	45
5.2.2	Le modèle ajusté	47
5.2.3	Tableau récapitulatif	50
6	Les cas belges sur Euronext Bruxelles	51
6.1	Le Squeeze Out en Belgique	51
6.2	VPK Packaging	53
6.2.1	L'entreprise	53
6.2.2	L'introduction en bourse	53
6.2.3	Le parcours boursier	54
6.2.4	Le retrait volontaire	54
6.2.5	L'après retrait	55
6.3	Duvel-Moortgat	56
6.3.1	L'entreprise	56
6.3.2	L'introduction en bourse	56
6.3.3	Le parcours boursier	57
6.3.4	Le retrait volontaire	57
6.3.5	L'après retrait	58
6.4	Analyse des cas	59
6.4.1	L'introduction en bourse	59
6.4.2	Le parcours boursier et le retrait volontaire de la cote	60
6.4.3	L'après retrait	61
7	Limites et futures recherches	62
7.1	D'un point de vue théorique	62

7.2	D'un point de vue quantitatif	62
7.3	D'un point de vue qualitatif	64
7.4	Pour les prochaines études	64
Conclusion		66
Bibliographie		69
Annexes		77
A.	Tableau récapitulatif des études empiriques sur les retraits volontaires	77
B.	Conditions d'accès Euronext	83
C.	Choix des proxys	84
D.	Procédure de Squeeze Out sur Euronext Bruxelles	86
E.	Guides d'entretiens semi-directifs	87

Tables des Figures

Figure 1 - La marché boursier (Duplat, 1987, p.17)	5
Figure 2 - Les 10 plus grands marchés boursiers selon leur capitalisation boursière en millions d'euros (WFE, 2018)	7
Figure 3 - Les marchés d'action d'Euronext (Euronext, 2017)	8
Figure 4 - Nombre d'IPO et de retraits de la cote sur Euronext entre 2012 et 2017	17
Figure 5 - Les types de retraits de la cote.....	22
Figure 6 - Matrice des corrélations	45

Liste des tables

Table 1 - Les compartiments des marchés règlementés d'Euronext.....	9
Table 2 - Hypothèses sur les retraits volontaires de la cote.....	39
Table 3 - Résultats du t-test entre les deux échantillons appariés.....	43
Table 4 - Modèle de régression logistique complet	46
Table 5 - Modèle de régression logistique après sélection des variables	49
Table 6 - Tableau récapitulatif des régressions logistiques	50

Introduction

C'est une affaire qui avait fait grand bruit dans le monde financier : le géant de l'informatique Dell se retirait volontairement de la bourse de New-York (NASDAQ) en 2013 (Gupta, Damouni, & Roumeliotis, 2013). « Volontairement ». Ce terme ne correspond pas avec l'idée que l'on se fait d'un retrait de la cote. On imagine plutôt les entreprises dont les titres sont radiés d'un marché comme des firmes à bout de souffle, au bord de la faillite et qui ne peuvent plus se soumettre aux réglementations coûteuses imposées par le marché. Ou encore des firmes qui sont hostilement phagocytées par un concurrent avide d'étendre sa domination. On en était bien loin pour Dell, l'instigateur du retrait n'étant personne d'autre que le CEO et fondateur de l'entreprise Américaine, Michael Dell.

Cependant, même si ce *délisting* fut probablement l'un des plus médiatisés internationalement, le fabricant d'ordinateurs n'était pas la première firme à se retirer volontairement des marchés, et encore moins la dernière. Dans notre plat pays, des enseignes aussi connues qu'Omega Pharma, Pairi Daiza ou encore Duvel sont autant de firmes parmi des centaines d'autres qui ont tourné le dos aux marchés boursiers dans le monde. Rien qu'en Europe, Martinez et Serve (2011a) estiment que 25% des firmes cotées entre 1995 et 2005 se sont retirées des marchés, représentant une perte énorme pour ces derniers. Mais alors pourquoi ? Pourquoi renoncer à cette « machine à sous », à cette vitrine que représente la Bourse ? Quels sont les principaux facteurs qui incitent les firmes et leurs actionnaires à se retirer de la bourse ? C'est là toute la problématique.

Les premières études sur le sujet virent le jour dès les années 1980, couvrant les *Leveraged Buy Out*, des transactions impliquant presque systématiquement des fonds de *private equity* et caractérisées par un endettement très conséquent. Depuis lors, les retraits volontaires se sont multipliés sur les différentes places boursières, notamment européennes sous forme de *Buy Out Squeeze Out*, des délistings initiés par le(s) actionnaires

historique(s) de l'entreprise. Cependant, les quelques dizaines de travaux traitant cette problématique sont très hétérogènes et les auteurs peinent à s'accorder sur de nombreuses définitions, à commencer par celle de retrait volontaire, tantôt appelé LBO, MBO, LMBO ou BOSO.

Afin de mettre de l'ordre dans les écrits antérieurs et de mieux répondre aux questions susmentionnées, une revue exhaustive de la littérature s'imposait. Toutefois, avant de s'attaquer aux facteurs décisionnels des retraits volontaires de la cote, il paraissait pertinent d'investiguer les introductions en bourse, les marchés sur lesquels elles ont lieu et les raisons de faire appel public à l'épargne. Comprendre le cheminement des entreprises depuis leur IPO jusqu'au point critique qu'est le délisting volontaire a permis de pleinement saisir les raisons sous-jacentes à ce phénomène.

Dans la littérature scientifique, il existe une douzaine de variables qui sont fréquemment mises en avant comme influençant la volonté de se retirer de la bourse. Afin de tester et de confirmer (ou affirmer) ces hypothèses, il était judicieux de mener deux analyses. D'un côté, une analyse statistique pour analyser du « chiffré », garder une certaine objectivité et mettre en avant les facteurs « comptables » qui pèsent dans la décision du retrait (Thiétart, 2007). Parmi les outils disponibles, le test de student a permis de dresser un « profil » des firmes qui se sont retirées de la cote et un modèle de régression logistique de mettre en évidence les variables ayant un impact significatif sur cette décision. De l'autre côté, une analyse qualitative sous forme d'entretiens semi-directifs semblait être une évidence pour mieux ressentir la stratégie « réelle » derrière les chiffres dans ce type d'opérations (Thiétart, 2007; Yin, 2013). De surcroît, très peu d'études sur cette problématique incluent des cas détaillés, justifiant s'il le fallait encore la plus-value de l'approche qualitative.

La problématique et les outils pour tenter d'y répondre étant fixés, il s'agissait alors d'en définir le cadre afin de pouvoir collecter les données nécessaires. La plupart des études se concentrant sur les pays anglo-saxons et les LBO, il était donc plus intéressant

d'étudier les firmes européennes et leur actionnariat concentré et souvent familial entraînant des sorties sous forme de BOSO (Faccio & Lang, 2002; Martinez & Serve, 2017). Concernant le marché boursier, la plupart des travaux antérieurs se concentrent sur les retraits d'un marché national. Afin d'apporter de l'originalité, Euronext, importante bourse paneuropéenne, s'est alors avérée être la bourse idéale pour réaliser ce mémoire (annexe A).

Le choix de la période concernée est une fois de plus basé sur un choix rationnel. A ma connaissance et après un aperçu de la littérature, jamais la période post-crise de 2008 n'avait été couverte, or cette crise a peut-être joué un rôle dans les retraits volontaires. De plus, la disponibilité des données est évidemment plus élevée pour les années plus récentes. C'est donc en toute logique que la période concernée pour mesurer les retraits volontaires de la cote via BOSO sur Euronext se situe entre 2011-2017.

Il a été possible d'identifier 56 firmes qui se sont retirées des marchés financiers dans le cadre défini ci-dessus ; chacune d'entre elles a ensuite été appariée avec une entreprise de la même industrie qui est restée cotée. Cela a permis d'effectuer le modèle de régression logistique tout en réduisant le biais du modèle induit par ce facteur.

Finalement, la dernière partie de ce mémoire reprend les principaux enseignements à tirer par rapport à la problématique posée. Ces conclusions sont basées sur la comparaison entre les résultats obtenus grâce aux différentes analyses et les hypothèses émises en théorie.

Étude théorique

La partie théorique de ce mémoire se concentre sur les différents écrits traitant des retraits volontaires de la cote et les raisons sous-jacentes à ce phénomène. Avant toute chose, il semblait opportun définir concisément les introductions en bourse, le marché d'Euronext et les raisons qui incitent les entreprises à tenter l'aventure boursière. Cela donne au mémoire un cadre plus précis et une meilleure idée du cheminement qui conduit certaines firmes à se retirer des marchés.

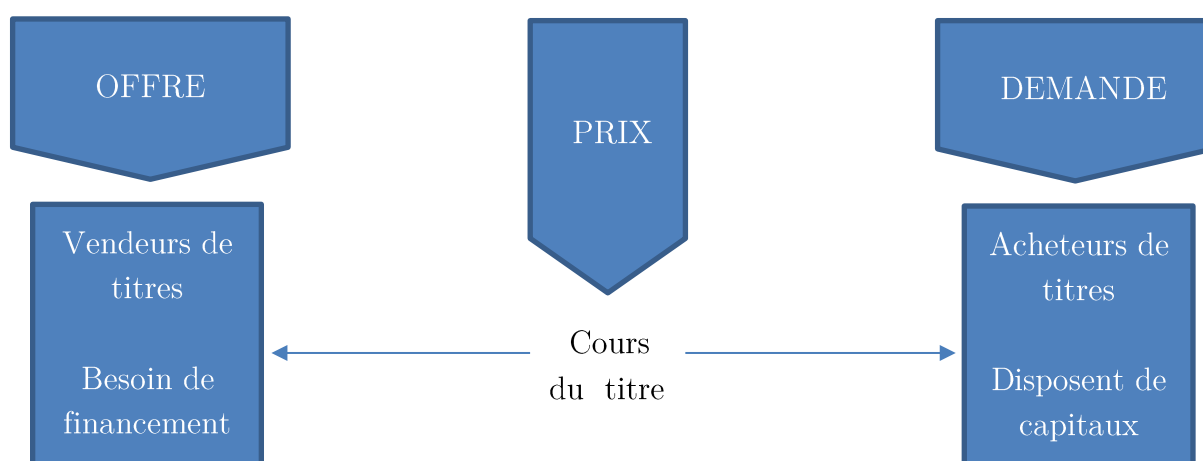
La partie principale de la théorie porte ensuite sur les différents types de retraits de la cote (involontaires vs volontaires) avant d'aborder en détail les raisons qui incitent les entreprises à quitter volontairement les marchés boursiers. Enfin, un rapide état des lieux concernant la situation des firmes après un retrait est établi.

1 L'utilité du financement par la bourse

1.1 Introduction en bourse ou IPO

La bourse est avant tout un marché (électronique de nos jours), un lieu d'échanges où se rencontrent différents agents économiques pour acheter et vendre des titres financiers (e.g. des actions) à un prix établi appelé *cours de bourse* (Duplat, 1987; Lagneau-Ymonet & Riva, 2015; Le Saout, 2016).

Figure 1 - Le marché boursier (Duplat, 1987, p.17)



Le marché boursier est composé de deux sous-ensembles aux fonctions différentes mais essentielles pour les entreprises : le marché primaire et le marché secondaire. Le marché primaire concerne les titres lors de leur émission et a deux missions principales (Alphonse, Desmuliers, Grandin, & Levasseur, 2013; Le Saout, 2016) :

- lever du capital par émission d'actions pour les entreprises, notamment lors de l'introduction en bourse, ou par l'émission de nouveaux titres pour les sociétés déjà cotées (Alphonse et al., 2013).
- « le transfert de l'épargne des agents à capacité de financement (les investisseurs) vers les agents à besoin de financement (les entreprises) » (Alphonse et al., 2013, pp. 14)

Le marché secondaire permet quant à lui l'échange (vente - achat) de titres déjà présents. Bien qu'il ne permette pas aux entreprises de lever des ressources, le marché secondaire garde trois fonctions clés (Alphonse et al., 2013) :

- la mobilisation de l'épargne à travers l'achat d'actions ou d'obligations
- la liquidité de l'épargne de par la négociation en continu des actifs financiers
- la mobilité de l'épargne

L'introduction en bourse, ou *Initial Public Offering* (IPO¹) en anglais, désigne donc le moment où une entreprise décide de « devenir publique » en émettant des actions sur le marché primaire d'une place financière comme Euronext Brussels par exemple (Brealey, Myers, & Marcus, 2012). Les acheteurs de l'IPO participent donc au financement des actifs réels de l'entreprise et reçoivent en retour des titres financiers, des parts de l'entreprise appelées actions : ce sont des actionnaires. (Brealey et al., 2012; Le Saout, 2016; Lehmann, 2014).

Il existe des marchés financiers partout dans le monde, et une entreprise peut décider de s'introduire en bourse à l'endroit qu'elle considère le plus intéressant². Etant donné que la partie pratique de ce mémoire se concentre sur la bourse européenne Euronext NV, il semble dès lors opportun de bien comprendre l'organisation de cette dernière.

1.2 Euronext

En septembre 2000, le monde financier assista à la fusion des Bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam pour donner naissance à la première Bourse européenne, la société de holding hollandaise : Euronext NV, un marché primaire et secondaire à la fois. La Bourse de Lisbonne suivra le pas en 2002. L'objectif majeur était de gagner en compétitivité d'un point de vue international mais surtout, pour concurrencer la London Stock Exchange, alors première Bourse en Europe. De plus, la bourse paneuropéenne

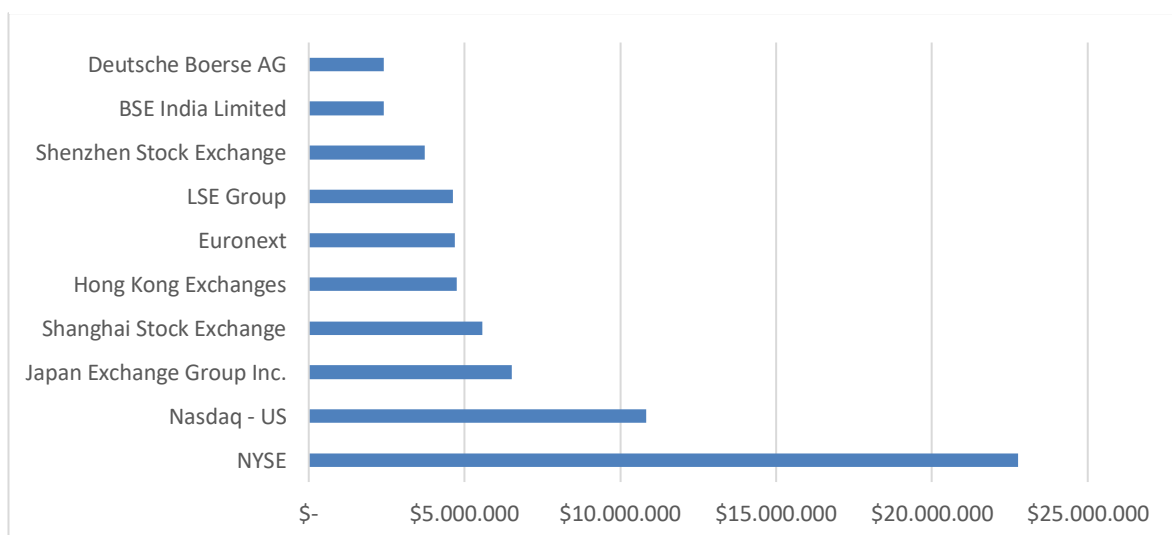
¹ Le terme « IPO » étant communément utilisé dans la langue française, il sera régulièrement utilisé dans ce mémoire.

² Sous réserve qu'elle respecte les conditions du dit marché.

souhaitait attirer plus d'entreprises étrangères, réduire les coûts pour les sociétés cotées et augmenter les réserves de liquidités (Alphonse et al., 2013; Le Saout, 2016; Nielsson, 2009).

En 2007, Euronext NV et la New York Stock Exchange (NYSE) fusionnent et deviennent la plus grande plateforme de cotation au monde, une holding de droit américain appelée NYSE-Euronext³. (Alphonse et al., 2013; Antoine & Capiou-Huart, 2012). Fort de cette union, Euronext London fut créée en 2010, principalement pour permettre aux entreprises internationales de se coter sur le vieux continent (Le Saout, 2016). Finalement, Intercontinental Exchange (ICE), une place boursière américaine, a acquis le groupe NYSE-Euronext pour un montant d'environ 8 milliards d'euros. Cette acquisition est ensuite venue concrétiser l'intention du groupe de coter Euronext NV en bourse (Angrand & Protard, 2014; "Intercontinental Exchange - ICE "; Soir, 2014; WFE, 2018).

Figure 2 - Les 10 plus grands marchés boursiers selon leur capitalisation boursière en millions d'euros (WFE, 2018)

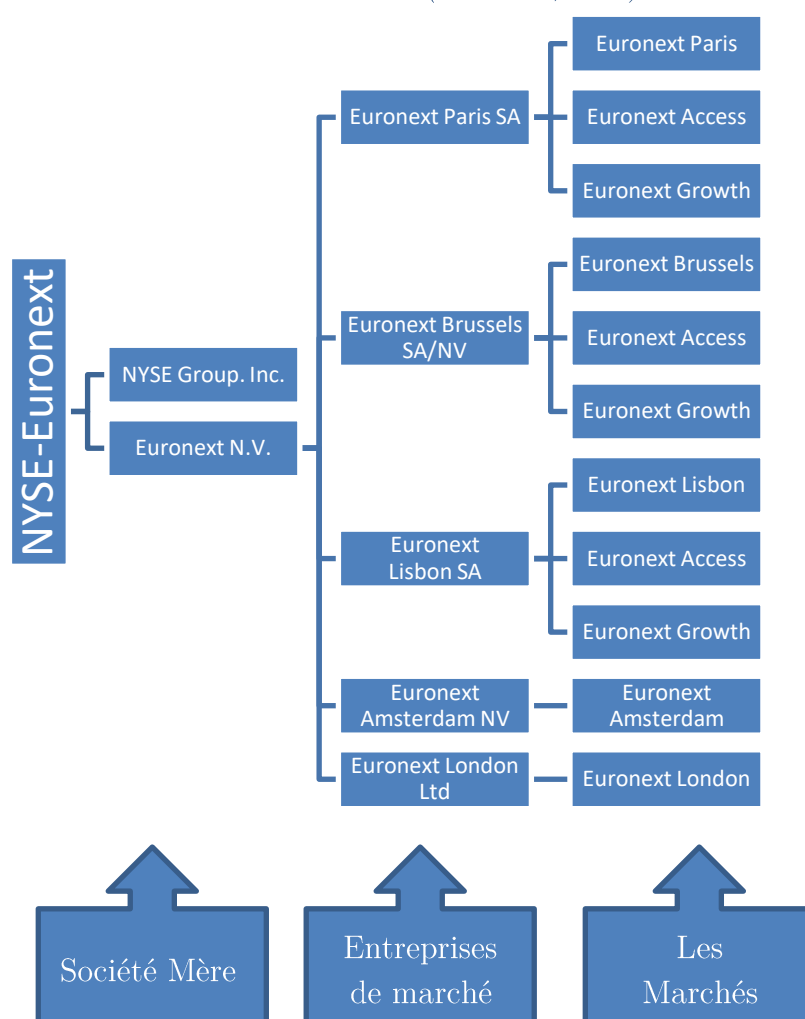


³ Le holding gère deux entités séparées et ayant leur propre statut légal et réglementaire : NYSE-Euronext US et Europe (Antoine & Capiou-Huart, 2012)

1.2.1 Les différents marchés d'Euronext NV

Euronext NV est une société mère comptant cinq filiales qui demeurent des entreprises de marché distinctes (figure 3). L'intérêt est d'offrir pour toutes les parties prenantes cinq portails d'accès à un carnet d'ordre et à une plateforme de négociation uniques, aux règles harmonisées, garantissant ainsi un marché efficace, transparent et des instruments financiers liquides (Antoine & Capiou-Huart, 2012). Selon le pays dans lequel elles se trouvent, ces entreprises de marché organisent chacune un marché réglementé (Euronext) et éventuellement des Multilateral Trading Facility (Euronext Access et Growth). Les entreprises sont ensuite libres de choisir le marché où elles désirent se faire coter, en fonction de critères tels que leur taille ou le type d'investisseur ciblé (Enternext).

Figure 3 - Les marchés d'actions d'Euronext (Euronext, 2017)



1.2.1.1 Le marché réglementé : Euronext

Un marché réglementé est un système multilatéral qui est organisé par une entreprise de marché agréée⁴ et qui satisfait aux exigences organisationnelles légales. Il dicte les règles de marchés auxquelles doivent se soumettre les acteurs financiers qui en font partie (Antoine & Capiiau-Huart, 2012; Lehmann, 2014). Il existe cinq marchés réglementés en Europe organisés par Euronext : Euronext Paris, Euronext Brussels, Euronext Amsterdam, Euronext Lisbon et Euronext London. Ces derniers sont ensuite subdivisés en 3 compartiments en fonction de leur capitalisation boursière (Enternext)

Table 1 - Les compartiments des marchés règlementés d'Euronext

Compartiment A	Sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard € <i>Exemple : Heineken sur Euronext Amsterdam : 51. 229 M€⁵</i>
Compartiment B	Sociétés valorisées entre 150 millions € et 1 milliard € <i>Exemple : Laurent-Perrier sur Euronext Paris : 592 M€</i>
Compartiment C	Sociétés dont la capitalisation est inférieure à 150 millions € <i>Exemple : Immo Moury sur Euronext Brussels : 22 M€</i>

1.2.1.2 Euronext Growth : un MTF pour les PME et ETI

Anciennement Alternext, Euronext Growth est un Multilateral Trading Facility, un marché à mi-chemin entre un marché réglementé et non-réglementé. Autrement dit, un MTF est « [...] une plateforme de négociation utilisée par une entreprise de marché afin de confronter une offre et une demande d'instruments financiers. » (Alphonse et al., 2013, pp. 35). Les marchés Euronext Growth sont adaptés pour les PME et ETI, leur permettant de lever des capitaux dans la zone Euro. Les conditions d'accès pour le marché

⁴ Une entreprise de marché peut recevoir un agrément en qualité de marché réglementé par son organisme de contrôle

⁵ Les données de ce tableau datent du 12 avril 2018

réglementé pouvant être contraignantes pour de plus petites structures, ces MTF leur permettent de financer leur développement grâce à un accès simplifié à la cotation (voir 1.2.4.4) (Enternext; Le Saout, 2016; Lehmann, 2014).

1.2.1.3 Euronext Access et Access + : un accès facilité à la Bourse

L'ancien « Marché Libre » (MTF également) est une plateforme ouverte à toute type d'entreprise souhaitant augmenter sa visibilité grâce au statut de société cotée. Les critères d'admission y sont encore plus allégés que sur les marchés Euronext Growth et l'accompagnement y est privilégié (voir 1.2.1.4) (Euronext; Le Saout, 2016; Lehmann, 2014). Pour inciter les start-up et PME en croissance à recourir à la Bourse comme moyen de financement, un nouveau compartiment a été créé au sein d'Euronext Access: Access+. En plus de posséder des règles et exigences adaptées et assouplies, les entreprises sont très attentivement suivies (notamment par un listing sponsor) afin de les inciter à se financer par actions (Euronext).

1.2.1.4 Un comparatif des conditions d'accès

Le choix pour une entreprise de se coter sur un marché dépend notamment des conditions et coûts d'admission ainsi que des obligations à respecter tout au long de la cotation. Le tableau en annexe B résume les exigences propres à chaque marché. Notons l'importance du listing sponsor pour les marchés Euronext Growth et Access puisqu'en plus d'être obligatoires, ils interviennent tout au long de la cotation.

1.2.2 Le processus d'IPO

Etant donné que les introductions en bourse sont abondamment étudiées et explicitées dans la littérature internationale (W. Kim & Weisbach, 2008), elles ne seront pas exhaustivement développées dans ce travail. Néanmoins, il paraît essentiel de s'intéresser aux raisons qui incitent les entreprises à faire appel publique à l'épargne ou à rester « privées » pour ensuite mieux comprendre la volonté de certaines compagnies de se retirer de la bourse.

1.3 Pourquoi s'introduire en bourse ?

Si l'introduction sur les marchés boursiers apparaît souvent pour les entreprises et le grand public comme une étape normale de développement (Jacquillat, 1989), c'est principalement pour trois raisons.

1.3.1 Une source de financement (citer des exemples historiques)

La raison principale qui pousse de nombreuses entreprises à s'introduire en bourse est la possibilité de lever des capitaux (Enternext; Martinez & Serve, 2011a). En effet, les ressources propres à une organisation lui permettant de financer son exploitation et son développement viennent parfois à manquer (Jacquillat, 1989). Dès lors, parmi les différentes sources de financement disponibles, la bourse apparaît comme une alternative très pertinente.

Contrairement à l'emprunt bancaire par exemple, une IPO permet à une entreprise d'augmenter considérablement son capital et ses fonds propres tout en limitant leur endettement, diminuant le risque pour la firme (Jacquillat, 1989; Sentis, 2005). Ces capitaux « extérieurs » sont ensuite utilisés pour différents objectifs.

Premièrement, de nombreux auteurs (J C Brau & Ryan, 2006; Dalmas, 1999; W. Kim & Weisbach, 2008; Ritter & Welch, 2002; Sentis, 2005) soulignent la volonté de lever du capital avec pour but premier de financer la croissance (investissements, soutien à l'export, etc.) de l'entreprise. Entre autres, ils mettent en avant la hausse des investissements en R&D après une IPO réussie, permettant ainsi à l'entreprise de développer de nouveaux produits ou d'améliorer ses processus. Franck Bancel et Mittoo (2009) abondent dans ce sens, tout en précisant que l'intérêt de la bourse pour générer de la croissance est particulièrement présente chez les entreprises de petite taille soucieuses de soutenir un taux de développement élevé.

L'apport de nouveaux capitaux peut également permettre à l'entreprise cotée de soigner ses ratios financiers et en particulier de rebalancer son levier financier. Cela

permettra à l'entreprise d'augmenter sa flexibilité financière et sa crédibilité auprès de potentiels investisseurs (Franck Bancel & Mittoo, 2009).

1.3.2 Augmenter la liquidité

Le concept de liquidité peut être défini comme la possibilité d'acheter ou de vendre de grandes quantités d'un actif (d'une action dans ce cas-ci) rapidement et à moindre coût (Chordia, Sarkar, & Subrahmanyam, 2005). La liquidité d'un marché financier permet donc à un bassin d'investisseurs, en ce compris les actionnaires, de vendre ou d'acheter des titres d'une entreprise tout au long de la vie boursière de cette dernière (Enternext). Plusieurs études et modèles s'accordent sur le fait que cette liquidité des actions est un incitant majeur à la cotation boursière, notamment parce qu'elle réduit le coût du capital pour les entreprises (Boot, Gopalan, & Thakor, 2006; J C Brau & Ryan, 2006; Jacquillat, 1989; Pagano, 1993; Ritter & Welch, 2002).

Diederik Zandstra, Directeur exécutif du Listing International de Euronext résume le concept en ces mots : « La cotation en bourse permet aux investisseurs initiaux d'une société de vendre leurs titres soit pour partie au moment de l'introduction en bourse soit graduellement tout au long de la vie boursière de la société. Ils peuvent aussi choisir d'accroître leur participation à l'occasion d'augmentations de capital, partageant ainsi le risque avec de nouveaux actionnaires tout en bénéficiant de l'augmentation du potentiel de valorisation de la société. »(Enternext)

Mais si la liquidité est si importante aux yeux de nombreux auteurs, c'est principalement parce qu'elle contribue à plusieurs actions stratégiques : financer le développement de l'entreprise, participer aux fusions et acquisitions, réduire la dépendance à de puissants investisseurs et permettre au management de renforcer le contrôle effectif de l'entreprise tout en diversifiant les propriétaires (Booth & Chua, 1996; James C. Brau, Francis, & Kohers, 2003; Brennan, 1997; Chemmanur, 1999).

1.3.3 Notoriété & visibilité

Enfin, l'image que reflète une société auprès du grand public et des investisseurs est un gage de sûreté non négligeable. En effet, une entreprise se doit de soigner son image et la publicité de son entreprise sous peine d'être effacée par la concurrence. Bien que cela ne soit pas nécessairement vrai, le statut de société cotée reflète une image solide et ambitieuse, deux qualités prisées par le monde des affaires et par ceux qui en font partie, comme de potentiels investisseurs (Enternext; Jacquillat, 1989). De surcroît, un contrôle plus attentif de la part d'analystes financiers permet inévitablement à l'entreprise de diminuer ses coûts d'agence entre les actionnaires et les managers de l'entreprise avec un renforcement du monitoring (Mehran & Peristiani, 2010).

L'introduction en bourse offre également une couverture et un engouement médiatique beaucoup plus importants, permettant à l'entreprise d'étendre son réseau de relations, de renforcer son activité commerciale et de tisser des liens solides avec ses parties prenantes (Block, 2004; Dalmas, 1999; Enternext; Jacquillat, 1989; Sentis, 2005). Toujours en terme de publicité, certains auteurs avancent qu'une IPO peut mettre en lumière la qualité des produits de l'entreprise cotée (Stoughton, Wong, & Zechner, 2001) ou encore accroître sa visibilité sur le net avec l'appui de son ou ses site(s) web (Demers & Lewellen, 2003). Il n'est alors pas surprenant que, d'après leur étude auprès de CFO européens, F Bancel et Mittoo (2001) placent le renforcement de la visibilité comme facteur le plus incitant à la cotation boursière.

1.4 Freins à la cotation

Nous venons de le voir, la cotation amène des avantages conséquents pour les entreprises, pour leurs actionnaires et les parties prenantes qui gravitent autour d'elles. Pourtant, certains grands groupes internationaux, comme Uber ou Airbnb pour ne citer qu'eux, hésitent encore sur l'utilité de s'introduire en bourse. Ceci est dû principalement à trois obstacles.

1.4.1 Frais de cotation

La cotation sur une place boursière engendre des coûts financiers non négligeables et peuvent être nettement supérieurs aux potentiels bénéfices des bourses (LSE, 2002). Par exemple, en ce qui concerne les marchés Euronext, il existe trois types de frais auxquels les entreprises cotées doivent se soumettre (Euronext) :

- Les frais d'admission : commission unique dont le montant varie en fonction de la capitalisation boursière de l'entreprise au moment de l'émission de ses titres.
- Les frais annuels de cotation : frais sous forme d'abonnement annuel qui doivent être acquittés par les entreprises afin de maintenir leur cotation en bourse. Ils sont calculés en fonction du nombre de titres de capital et peuvent aller jusqu'à 55 000€.
- Les frais relatifs aux émissions secondaires : frais supplémentaires applicables en cas d'émission de nouvelles actions (émission secondaire). Calculé sur le même principe que les frais d'admission, ils peuvent s'élever jusqu'à 1 000 000€.⁶

Outre les frais susmentionnés, les entreprises désireuses de s'introduire en bourse devront également s'acquitter de frais imposés par une cotation boursière comme des frais d'audit, de publication ou administratifs. Enfin, tout ceci sans compter les coûts "indirects" que subissent les sociétés cotées liés notamment à une éventuelle sous-évaluation de leur titre ou à une conjoncture économique défavorable engendrant une détresse

⁶ Pour en savoir plus : <https://www.euronext.com/fr/listing-fees>

financière. Il n'est donc pas étonnant que tous ces coûts rebutent de nombreuses entreprises à faire appel public à l'épargne (Martinez & Serve, 2011a).

1.4.2 Perte de confidentialité

Après une IPO, les entreprises sont tenues de divulguer certaines informations, notamment afin de rassurer les autorités de marchés ou d'informer les investisseurs et les actionnaires. Ainsi, les propriétaires d'entreprises privées craignent souvent que ces données sur leurs ventes, salaires, modes d'opération ou autres contrats matériels soient exploitées par la concurrence et réduisent leur avantage compétitif. De plus, lorsqu'une entreprise traverse une période délicate, ces informations peuvent aggraver la situation, repoussant d'autant plus les potentiels investisseurs. (Barden, Copeland, Hermanson, & Wat, 1984; James C Brau & Fawcett, 2006; LSE, 2002; Schneider, Manko, & Kant, 1981).

Dans la même optique, Spiegel et Tookes (2007) ont démontré dans leur travail qu'il existait un lien entre la décision de s'introduire en bourse et l'obligation de divulguer des informations. En effet, les auteurs en sont venus à la conclusion que certaines entreprises étaient frileuses à se lancer en bourse car craignant de devoir partager des documents sur des innovations développées en interne et qui permettraient ainsi à leurs concurrents de copier ces mêmes innovations. D'autres auteurs, comme Maksimovic et Pichler (2001) et Bhattacharya et Ritter (1983), mettent également en avance la crainte de fournir à la concurrence des informations clés.

1.4.3 Perte de contrôle et de propriété

Une conséquence inévitable d'une introduction en bourse est l'entrée d'actionnaires au capital d'une entreprise. Or cela peut représenter un frein important à la cotation, les dirigeants craignant de perdre le contrôle qu'ils exercent sur la société. James C Brau et Fawcett (2006) avancent même le désir de conserver le pouvoir de décision comme première raison de rester une compagnie privée. Cette perte de contrôle entraîne également une perte de flexibilité et de rapidité puisque certaines décisions, parfois stratégiquement

cruciales (une acquisition par exemple) doivent se faire avec l'accord de la majorité des actionnaires (LSE, 2002; Schneider et al., 1981).

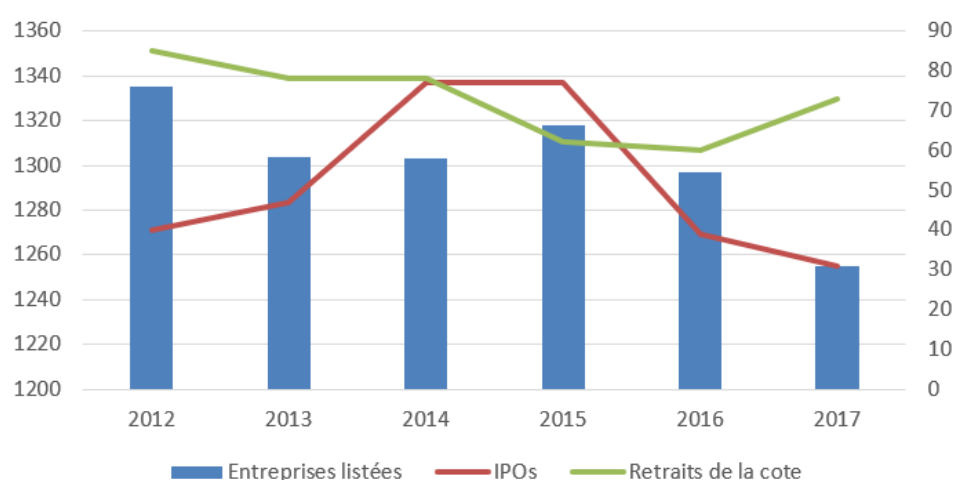
Au-delà de l'éventuelle perte de contrôle, la relation entre le management d'une entreprise et ses parties prenantes peut être problématique. Contrairement au statut privé, une entreprise cotée ne choisit pas ses actionnaires, or ces derniers peuvent avoir des opinions et des vues totalement différentes du management. Ce non-alignement des intérêts peut gravement nuire à la gouvernance des entreprises et à leur performance par extension (Boot et al., 2006). Dans le magazine spécialisé *BusinessWeek.*, Thornton (2004) confirme cette difficulté en citant Arthur F. Anton, CEO de Swagelok Co., entreprise américaine qui atteignait alors \$1 milliard de ventes annuelles : "Toute notre philosophie est construite dans une optique de long-terme. Ça deviendrait beaucoup plus dur à gérer [si on se lançait en bourse]. Vous ne pouvez pas choisir vos actionnaires".

2 Une utilité en question

La décision de s'introduire en bourse est donc prise en tenant compte des avantages et inconvénients qu'implique une cotation boursière. Selon plusieurs auteurs, cette recherche d'un rapport « coûts-bénéfices » optimal se fait tout au long de la cotation et peut, le cas échéant, pousser une entreprise à se retirer de la bourse (S. Bharath, Dittmar, & Sivadasan, 2014; Ventruruzzo, 2010). Mais ces retraits de la cote⁷, qui entraînent l'abandon du statut de société faisant appel public à l'épargne, ne sont pas toujours volontaires ; ils peuvent en effet être imposés par les marchés en cas de non-respect des règles de cotation (Macey, O'Hara, & Pompilio, 2008; Martinez & Serve, 2011b, 2017)

A titre d'exemple représentatif, depuis 2012 sur les marchés d'Euronext le nombre d'entreprises dont les actions ont été radiées (volontairement ou involontairement) est presque systématiquement supérieur au nombre d'IPO. Par conséquent, le nombre de sociétés cotées est passé de 1335 à 1255 en l'espace de 5 ans, suscitant des inquiétudes pour les dirigeants des marchés et remettant en cause l'utilité de ceux-ci. (voir figure 4) (Euronext).

Figure 4 - Nombre d'IPO et de retraits de la cote sur Euronext entre 2012 et 2017



⁷ Délisting dans la littérature mondiale

2.1 Retraits involontaires de la cote

Selon Macey et al. (2008) et Djama, Martinez, et Serve (2012), les marchés financiers et leurs autorités peuvent décider de radier les titres d'une entreprise de la cotation si cette-dernière ne respecte pas les règles en vigueur ou ne dispose plus des ressources financières nécessaires à la cotation : c'est un retrait de la cote involontaire⁸. En ce qui concerne Euronext, l'entreprise de marché d'Euronext compétente peut radier, de sa propre initiative, des titres de son marché pour des motifs tels qu'une liquidation, une faillite ou tout non-respect des règles de cotations stipulées dans le règlement des marchés Euronext (Euronext).

Ces retraits « forcés » sont très souvent désastreux pour les entreprises. Non seulement sont-ils extrêmement onéreux⁹ mais ils envoient en plus un mauvais signal aux actionnaires et aux investisseurs de la société cotée, plongeant souvent cette dernière dans une crise aboutissant à la faillite (Charitou, Louca, & Vafeas, 2007; Macey et al., 2008). Malgré l'impact énorme qu'ont les retraits involontaires de la cote et l'intérêt qu'ils méritent dans la littérature scientifique, ce travail se concentre sur les retraits volontaires qui sont explicités en détail dans les prochaines sections.

2.2 Retraits volontaires de la cote

Contrairement aux retraits abordés dans la section précédente, les retraits volontaires de la cote sont donc des sorties de la bourse initiées par la firme. Au-delà de cette définition simple et concise, ce type de retraits représente une catégorie assez hétérogène puisque différentes subdivisions existent : retraits avec échanges ultérieurs ou retraits sans échange ultérieur, LBO ou BOSO, etc. (Macey et al., 2008; Martinez & Serve, 2017). Tentons d'y voir plus clair.

⁸ Involuntary delisting en anglais

⁹ Entre l'annonce du delisting et le delisting effectif, il peut se passer des semaines voire des mois avec comme conséquences une volatilité accrue, un manque de liquidité et une perte de valeur énorme pour l'entreprise.

1.2.1 Retraits volontaires de la cote avec échanges ultérieurs

Il arrive qu'une entreprise soit cotée sur plusieurs marchés simultanément, par exemple sur son marché « domestique » et sur un marché « étranger » : c'est le cross-listing. Si, pour des raisons d'ordre stratégique, la firme décide de garder sa cotation uniquement sur son marché domestique, elle effectue un cross-delisting et cesse d'échanger sur le marché étranger (Martinez & Serve, 2017; Pfister & von Wyss, 2010; You, Parhizgari, & Srivastava, 2012).

De plus, Martinez et Serve (2017) et Leuz, Triantis, et Yue Wang (2008) soulignent également le phénomène appelé communément « going dark » dans la littérature internationale. Selon les auteurs, “une entreprise peut décider de se retirer d'un marché réglementé, mais continuer d'échanger sur un marché non-réglementé. Ce type de delisting est appelé going dark » (Martinez & Serve, 2017, pp. 738). Ce phénomène est plus courant aux Etats-Unis où les marchés de gré à gré (« OTC markets ») sont plus développés qu'en Europe par exemple (Kashefi Pour & Lasfer, 2013).

Ces retraits avec échanges ultérieurs et les causes sous-jacentes à ce type de retraits sont moins étudiés dans la littérature internationale étant donné qu'ils ne bouleversent pas l'organisation de l'entreprise comme le font les retraits sans échange ultérieur (Martinez & Serve, 2017).

2.2.2 Retraits volontaires de la cote sans échange ultérieur

Premièrement, ces retraits volontaires peuvent être la conséquence d’une fusion où une entreprise cotée cesse d’exister au profit d’un nouveau groupe plus grand. Les titres sont alors radiés de par la nature de l’opération (Macey et al., 2008; Martinez & Serve, 2017).

Cependant, lorsque ces retraits suivent une acquisition ou une offre publique d’achat, on parle alors de « Going Private Transactions » (GPT)¹⁰. Certains auteurs parlent également de « Public-to-Private Transactions » (PtoP) (Djama et al., 2012; Pietrancosta, 2014; A. Sannajust, 2009; Weston, Siu, & Johnson, 2001). Dans la littérature académique, les scientifiques peinent à s’accorder sur une définition précise des GPT mais un consensus se dégage. En effet, dans les ouvrages couvrant le sujet, ces transactions impliquent généralement une prise de contrôle d’une entreprise par un nombre restreint d’investisseurs qui ne souhaitent plus voir leurs actions cotées en bourse (Leuz et al., 2008; Martinez & Serve, 2017). Parmi les différents types de GPT, il convient de distinguer deux principales catégories en fonction de la nature des parties prenantes qui initient le retrait de la cote et de la structure de l’actionnariat.

Lorsque l’actionnariat d’une entreprise est dispersé entre de nombreux individus, le délisting se fera principalement sous rachat par effet de levier, plus communément appelé Leveraged Buy Out (LBO). Ce type de retrait de la cote est caractérisé par un endettement conséquent de l’initiateur du retrait (et donc un haut levier financier) et la participation de fonds private equity est quasi systématique. (Brealey et al., 2012; Martinez & Serve, 2017; Simons & Renneboog, 2005).

En revanche, si l’actionnariat est concentré dans les mains de peu d’individus, l’initiateur du retrait de la cote est l’actionnaire majoritaire, qui peut être une personne physique ou morale. Dans ce cas de GPT, l’instigateur du retrait cherche progressivement

¹⁰ En français cela se traduit par « opération de fermeture du capital » mais cette expression ne se retrouve que très rarement dans la littérature, raison pour laquelle GPT sera utilisé dans cet ouvrage

à augmenter le nombre d'actions en sa possession (notamment à travers une offre publique d'achat) et ainsi, son pourcentage de droits de votes. Lorsqu'un certain seuil d'actions est franchi (95% en Belgique par exemple¹¹), l'actionnaire majoritaire peut légalement exercer le droit de racheter (« de force ») les actions restantes aux actionnaires minoritaires : on parle de « Buy Out Squeeze Out (BOSO) » ou « squeeze out »¹². Contrairement aux LBO, les BOSO ne nécessitent pas un recours à la dette particulièrement intense mais suivent des procédures d'achats normales. (Djama et al., 2012; Martinez & Serve, 2011a, 2017).

Mis à part ces deux grandes catégories de GPT, on retrouve d'autres termes pour qualifier ces retraits de la cote. Par exemple, lorsque le retrait est initié par l'équipe de direction en place, on parle alors de « Management Buy-Out » (MBO). Par opposition, si une équipe de management d'une entreprise en acquière une autre avec pour but de la retirer de la cote, il s'agit d'un « Management Buy-In » (MBI). Dans certains cas, l'équipe de management en place peut interagir avec une équipe de management extérieure à l'entreprise pour sortir celle-ci de la bourse : un « Buy In Management Buy-Out » (BIMBO) (Pohlhausen, 2003; Simons & Renneboog, 2005; Yousfi, 2007; Zambelli, 2008). Enfin, un « Institutional Buy-Out » (IBO) est un retrait de la cote où l'entreprise délistée est d'abord acquise par un investisseur institutionnel comme un fond commun d'investissement, une compagnie d'assurance, un fond de pension ou encore une banque (Brealey et al., 2012; Simons & Renneboog, 2005).

Selon les ouvrages, les MBO et MBI sont tantôt considérés comme une catégorie particulière de LBO (Djama et al., 2012; Simons & Renneboog, 2005; Zambelli, 2008), tantôt de BOSO (Martinez & Serve, 2017). Certains auteurs sont plus clairs et distinguent les « Leveraged Management Buy Out/ Buy In » (LMBO/LMBI), où les retraits sont initiés par le management mais suivent un processus de type LBO (avec un haut

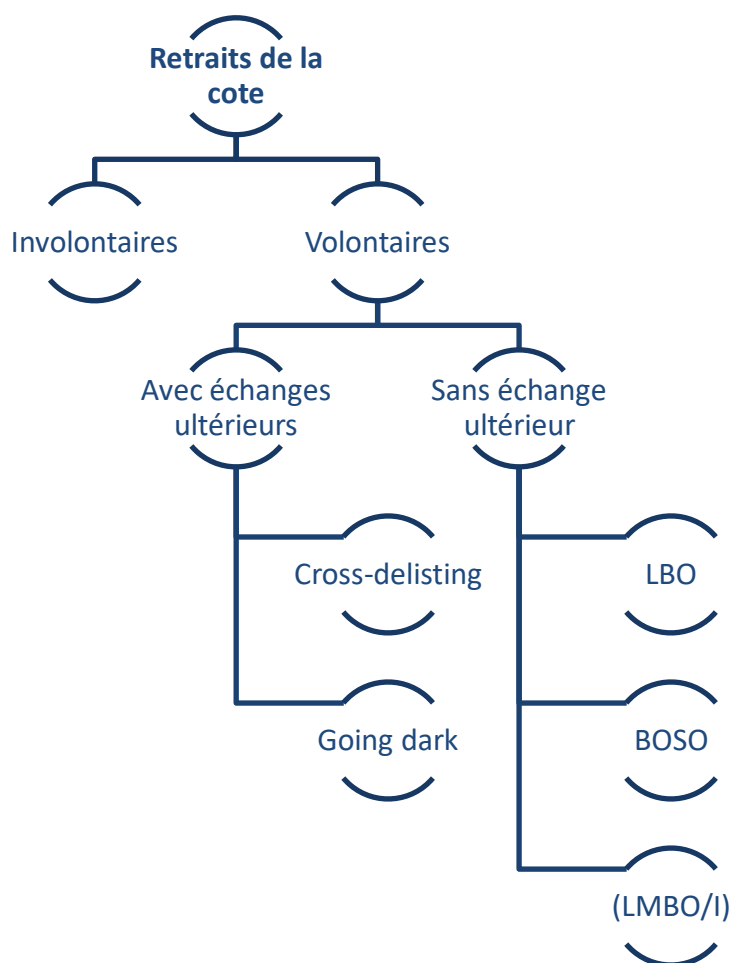
¹¹ (Antoine & Capiou-Huart, 2012)

¹² Voir 6.1 pour des informations plus détaillées sur le squeeze out et la législation en vigueur.

levier financier), et les MBO « classiques » qui constituent la première démarche d'un squeeze out (Jones, 1991; Pohlhausen, 2003; "Preparatory Considerations for Value Creation Analysis in LBOs on Investment Level," 2007; Yousfi, 2007; Zambelli, 2008).

Dans tous les cas, les opérations mentionnées ci-dessus entraînent la radiation des titres sur les marchés boursiers et confèrent de fait à l'entreprise le statut « d'entreprise privée » (Djama et al., 2012). Pour finir, étant donné la nature historique et familiale de l'actionnariat dans les sociétés européennes, les BOSO sont prédominants en Europe alors que les LBO sont principalement d'application dans les pays anglo-saxons où l'actionnariat est moins concentré (Djama et al., 2012; Faccio & Lang, 2002; Martinez & Serve, 2011a).

Figure 5 - Les types de retraits de la cote



2.3 Facteurs déterminants du retrait volontaire de la cote

Comme évoqué précédemment, les retraits volontaires de la cote ne sont pas des phénomènes extraordinaires sur les marchés boursiers. Quelles sont les raisons sous-jacentes à ce problème ? Au fil des précédentes études, il est possible de distinguer quatre grandes catégories de raisons aux retraits volontaires : la réduction des bénéfices liés à la cotation, l'augmentation des coûts de cotation, la réduction des coûts d'agents et les phénomènes extérieurs à la firme. La revue de littérature qui suit s'appuie fortement sur celle établie par Martinez et Serve (2017) tout y apportant de nouveaux points de vues afin d'être tout à fait exhaustif. Finalement, les résultats des tests empiriques menés sur les variables ci-dessous sont rassemblés dans le tableau en annexe A pour une lecture plus claire et concise.

2.3.1 La réduction des bénéfices liés à la cotation

Certains auteurs comme S. T. Bharath et Dittmar (2010) et Ventrone (2010) présentent les décisions de se lancer en bourse et d'éventuellement s'en retirer comme un calcul de coûts/bénéfices. Autrement dit, lorsque les bénéfices ressentis par une entreprise suivant son introduction en bourse deviennent moins importants que les coûts que l'entreprise doit subir, cette dernière prendra donc la décision de se retirer de la bourse. Cinq facteurs peuvent contribuer à réduire l'intérêt des marchés boursiers.

2.3.1.1 Manque de liquidité des titres

Comme évoqué dans la section 1.3.2, la liquidité des titres est un des incitants majeurs à la cotation. Si celle-ci venait à baisser, cela peut être un facteur déterminant dans la décision de se retirer de la bourse. En effet, des titres qui s'échangent difficilement peuvent rebuter de potentiels investisseurs étant donné la difficulté pour ces derniers de revendre leurs titres en cas de problème. Cette perte d'intérêt pour les titres d'une entreprise peut diminuer la valeur de marché de cette dernière et inciter ses dirigeants à se retirer des marchés (S. T. Bharath & Dittmar, 2010; Bortolon & Silva Junior, 2015;

Mehran & Peristiani, 2010; Michelsen & Klein, 2011). De plus, selon Achleitner, Betzer, Goergen, et Hinterramskogler (2013) et Thomsen et Vinten (2014), si la liquidité est faible, il est plus aisé pour certains acteurs comme des Private Equity de se lancer dans un LBO, entraînant la radiation des titres d'une entreprise cotée en bourse.

2.3.1.2 Manque de visibilité

Une fois de plus, la visibilité représentant un intérêt important pour les marchés boursiers, il est alors évident que lorsque celle-ci vient à diminuer, le rapport coûts/bénéfices en est négativement impacté. Une conséquence majeure d'un manque de visibilité (auprès des investisseurs, analystes financiers et des consommateurs) peut être une volatilité des titres accrue et parfois catastrophique pour la valeur de ces derniers, exposant l'entreprise à de dangereuses chutes de bourse (Kashefi Pour & Lasfer, 2013; Mehran & Peristiani, 2010). De plus, certaines entreprises pourraient tenter de remédier à ce problème en investissant des ressources pour augmenter leur notoriété (à travers du monitoring ou du reporting par exemple), ce qui représente parfois des coûts non-négligeables (Aslan & Kumar, 2010; S. T. Bharath & Dittmar, 2010).

2.3.1.3 Besoin réduit en financement extérieur

Les marchés boursiers permettent de lever des fonds, notamment pour financer des projets et booster la croissance des entreprises. Cependant, certaines entreprises matures et stables ont des perspectives de croissance réduites et le besoin d'investir massivement dans le développement de l'entreprise est donc très restreint. Dès lors, il serait plausible de penser que les firmes avec peu de perspectives de croissance sont plus susceptibles de se retirer volontairement des marchés (Aslan & Kumar, 2010; Belkhir, Boubaker, & Rouatbi, 2013; S. T. Bharath & Dittmar, 2010; Bortolon & Silva Junior, 2015; W. S. Kim & Lyn, 1991; Martinez & Serve, 2011b, 2017; Weir, Laing, & Wright, 2005a, 2005b).

Des rendements en dividendes élevés sont également attendus pour les entreprises n'ayant pas de lourds investissements prévus. En effet, le surplus de profits générés par les entreprises matures ne sont pas toujours réinvestis (en R&D par exemple) au sein de

l'entreprise mais parfois redistribués aux actionnaires. Ainsi, selon certains auteurs, des dividendes élevés pourraient donc indiquer de faibles besoins en financement et une sortie de bourse future (Bortolon & Silva Junior, 2015; MAUPIN, BIDWELL, & ORTEGREN, 1984; Michelsen & Klein, 2011; Rao, Waters, & Payne, 1995; Tutino, Panetta, & Laghi, 2013).

2.3.1.4 Levier financier

Les approches sur l'impact du levier financier sont opposées dans la littérature. D'une part, certains affirment qu'un endettement conséquent (et donc un levier élevé) est un signe annonciateur d'un retrait volontaire. En effet, les défenseurs de cette hypothèse soulignent que certaines firmes tentent l'aventure boursière pour rééquilibrer leur levier, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir de négociation auprès des banques notamment. Conséquemment, si ces firmes-là ne parviennent pas à redresser leur levier, la cotation est remise en cause (S. Bharath et al., 2014; Kashefi Pour & Lasfer, 2013).

D'autre part, d'autres chercheurs affirment au contraire qu'un faible levier financier est un facteur incitant les entreprises à se retirer de la bourse. Si une entreprise n'est que faiblement endettée, elle jouit d'une certaine marge pour augmenter sa dette et n'a donc plus besoin des marchés financiers pour financer ses projets préférant faire appel aux banques (surtout dans les périodes où les taux d'intérêts sont bas) (Bortolon & Silva Junior, 2015; Gleason, Payne, & Wiggernhorn, 2007; Martinez & Serve, 2011a; Michelsen & Klein, 2011). De plus, si une entreprise n'est que peu financièrement contrainte, elle sera d'autant plus intéressante pour une société de private equity dans le cadre d'un LBO à la suite duquel l'entreprise atteindra une valeur optimale pour son levier financier (Achleitner et al., 2013; Desbrières & Schatt, 2002; Ehn, 2016; W. S. Kim & Lyn, 1991; Le Nadant & Perdreau, 2006; Leuz et al., 2008).

2.3.2 Augmentation des coûts de cotation

Toujours dans cette optique de rapport coûts/bénéfices pour les entreprises, il est certain que lorsque les désavantages liés à la cotation prennent plus d'importance, l'utilité de la cotation est remise en question.

2.3.2.1 Taille des entreprises

Comme mentionné précédemment (1.4.1), les entreprises doivent se soumettre aux règles de marchés et payer des frais relativement importants en termes d'audits et de reporting. Il n'est pas étonnant que certains auteurs affirment que les grandes firmes, intuitivement plus « visibles » et généralement avec plus de revenus, sont plus à même de supporter ces coûts et donc, moins tentées par un delisting (Becker & Pollet, 2008; Martinez & Serve, 2011a).

De plus, la taille des entreprises semble influencer sur d'autres facteurs comme la visibilité puisque les petites entreprises sont moins à même de générer et divulguer de l'information pour les investisseurs. Certains auteurs affirment également qu'elles sont moins attirantes aux yeux des analystes financiers, renforçant encore une fois ce manque de visibilité (Bortolon & Silva Junior, 2015; Engel, Hayes, & Wang, 2007; Leuz et al., 2008; Michelsen & Klein, 2011). Enfin, dans un processus de retrait, il y a des coûts qui augmentent proportionnellement à la taille de l'entreprise (comme par exemple le prix de l'offre faite aux actionnaires minoritaires) et les grandes firmes sont alors moins désireuses de radier leurs titres de la cote (W. S. Kim & Lyn, 1991; Rao et al., 1995).

2.3.2.2 Sous-évaluation

La sous-évaluation des titres est un facteur très présent dans la littérature et de nombreux auteurs ont testé avec succès l'influence négative d'une sous-évaluation sur la probabilité de quitter la bourse (voir table A). Ensuite se présentent deux cas de figure avec le même résultat final :

- Soit la sous-évaluation est « artificielle », c'est-à-dire qu'elle découle de manipulation de ratios par les managers de l'entreprise. Cela arrive quand les managers (qui

sont parfois actionnaires également) possèdent de l'information privée sur les performances futures de l'entreprise et estiment que la cotation ne se justifie plus, notamment les coûts de listing. Alors, si les titres sont sous-évalués (suite aux manipulations comptables), cela va leur permettre de les racheter à un prix inférieur (déloyal) à leur valeur réelle et ainsi réaliser une plus-value, en plus de profiter de la performance véritable de l'entreprise (Crocchi & Giudice, 2014; W. S. Kim & Lyn, 1991; Martinez & Serve, 2011a; Tutino et al., 2013).

- Soit les titres sont réellement sous-évalués d'après les informations d'ordre privé que possèdent les initiés. Cela augmente alors la difficulté d'attirer le regard des investisseurs et autres agents financiers menant à d'importants problèmes évoqués précédemment (manque de visibilité, accès au financement limité, etc.). Il est alors évident qu'afin de profiter pleinement des performances de l'entreprises sans subir les dommages entraînés par une sous-évaluation, une GPT semble être une décision pertinente. (Belkhir et al., 2013; W. S. Kim & Lyn, 1991; A. A. Sannajust, M. & Teulon, 2015; Thomsen & Vinten, 2014; Ventruruzzo, 2010; Weir et al., 2005b)

2.3.2.3 Performance et profitabilité en baisse

La profitabilité et la performance des entreprises sont deux choses difficiles à mesurer et à distinguer l'une de l'autre et cela se ressent dans la littérature. Néanmoins, les chercheurs ayant étudié la relation entre ces facteurs et la probabilité de retrait volontaire s'accordent sur le fait que de faibles ratios de performance et de profitabilité (e.g. ROA, ROE) sont annonciateurs d'un probable délisting. En effet, il semble que ces indicateurs soient des facteurs décisionnels clés concernant la structure de l'entreprise. De mauvais chiffres poussent généralement les firmes à se réorganiser, entraînant parfois une sortie des marchés boursiers dans le but d'éviter une détresse financière catastrophique (Kashefi Pour & Lasfer, 2013; Le Nadant & Perdreau, 2006; Leuz et al., 2008; Martinez & Serve, 2011a; Michelsen & Klein, 2011; Thomsen & Vinten, 2014). De plus, des fonds de private equity, spécialisés dans le redressement de firmes à faible performance/profitabilité

peuvent être attirés par de faibles ratios et tentés de participer à un LBO (Le Nadant & Perdreau, 2006; Thomsen & Vinten, 2014; Weston et al., 2001).

2.3.3 Réduction des coûts d'agence

Prendre la décision de se retirer des marchés boursiers ne se résume pas simplement à un calcul couts/bénéfices. Selon la littérature en place, les couts d'agence jouent également un rôle prépondérant dans les décisions stratégiques (Martinez & Serve, 2017).

Les propriétaires d'une entreprise et ses managers sont presque systématiquement distincts et les actionnaires n'ont pas un contrôle direct sur le management, le conseil d'administration (élu par les actionnaires) se chargeant de cela. La firme est contrôlée par les managers qui n'ont pas forcément les mêmes objectifs que les actionnaires. Le but des actionnaires est généralement de maximiser le revenu sur investissement alors que, les managers peuvent quant à eux chercher à augmenter leurs revenus personnels. C'est de cette divergence que découlent les coûts d'agence (Brealey et al., 2012; Weston et al., 2001).

2.3.3.1 Free cash flows

Un problème lié à la théorie des coûts d'agence est celui de l'utilisation des free cash flows. En effet, les managers sont parfois tentés de les utiliser pour des opérations qui leur sont bénéfiques au lieu de les distribuer comme dividendes aux actionnaires. De surcroît, certains émettent également des doutes sur la bonne gestion de ces FCF, ces derniers étant parfois utilisés pour des projets à valeur actuelle nette négatives (autrement dit, de « mauvais » projets) (Jensen, 1986; Kashefi Pour & Lasfer, 2013; Le Nadant & Perdreau, 2006; Martinez & Serve, 2017; Weston et al., 2001).

Les LBO et le haut pourcentage de dette qu'ils entraînent pourraient être un moyen pour les actionnaires d'inciter les managers à gérer plus efficacement ces free cash flows. En effet, avec un haut levier financier, les manager seraient contraints de dédier une majeure partie de ces cash flows au remboursement de la dette, et de gérer le reste le plus efficacement possible afin d'éviter la faillite de l'entreprise (Aslan & Kumar, 2010;

Belkhir et al., 2013; Jensen, 1986; Martinez & Serve, 2017; Mehran & Peristiani, 2010; Michelsen & Klein, 2011; Simons & Renneboog, 2005). Bien que ce facteur soit particulièrement pertinent dans le cas des LBO au vu des raisons explicitées ci-dessus, il n'en reste pas moins valable pour les BOSO tant une utilisation optimale de ces cash flows est essentielle pour la bonne santé d'une entreprise. Une firme qui a des free cash flows élevés est donc plus susceptible de sortir de la cote puisqu'elle pourrait (devrait) consacrer ces cash flows à la valeur de l'entreprise (Aslan & Kumar, 2010; Belkhir et al., 2013; Michelsen & Klein, 2011; Rao et al., 1995).

2.3.3.2 Réalignement des intérêts entre actionnaires et managers

Comme évoqué ci-dessus, les managers et les actionnaires agissent souvent dans leur intérêt et cela engendre une inefficacité destructrice de valeur pour l'entreprise. De plus, cela peut engendrer des frais de surveillance importants pour les actionnaires (Jensen & Meckling, 1976). Certains auteurs affirment qu'un buyout permet de réduire ces coûts. En effet, des études montrent que, lors d'un LBO ou MBO par exemple, la participation capitalistique des managers augmente considérablement. Alors, les intérêts des managers et des actionnaires sont « réalignés » et les premiers œuvrent alors pour maximiser la valeur de l'entreprise (Achleitner et al., 2013; Brealey et al., 2012; Renneboog, Simons, & Wright, 2007; A. A. Sannajust, M. & Teulon, 2015).

De plus, toujours dans l'optique de réaligner les intérêts des uns et des autres, certaines formes de compensations pour les managers existent, comme par exemple des bonus liés à la performance des titres ou le paiement en stock-options par exemple. Or ces rémunérations sont parfois perçues comme outrageusement généreuses par certains actionnaires. Puisqu'un retrait volontaire implique généralement une concentration des titres de l'entreprise dans les mains d'un nombre restreint d'acteurs, il est facile de penser que cela facilite le système de compensations des managers. (Brealey et al., 2012; Opler & Titman, 1993; Renneboog et al., 2007; Weir et al., 2005a)

2.3.3.3 Capital dispersé et le *free rider problem*

La théorie du « *free rider problem* » affirme que lorsque le capital d'une entreprise est dispersé, les petits porteurs ont tendance à sous-investir dans le monitoring de la firme et de son management, assumant que celui-ci serait réalisé par les plus gros actionnaires. En se retirant de la cote, le capital est de fait plus concentré et incite les différents actionnaires à s'investir consciencieusement dans le monitoring de l'entreprise, réduisant ainsi les coûts d'agence pour les plus gros actionnaires. Comme évoqué précédemment, un monitoring efficace permettra également de faire en sorte que les managers aient pour objectif la maximisation de la valeur de l'entreprise. De plus, cela atténuera aussi l'attrait pour les fonds de private equity puisque la valeur ajoutée après un buyout serait moins importante (Achleitner et al., 2013; Brealey et al., 2012; Djama et al., 2012; A. A. Sannajust, M. & Teulon, 2015; Simons & Renneboog, 2005; Weir et al., 2005a).

2.3.4 Phénomènes extérieurs à la firme

2.3.4.1 Déductions fiscales

Les opérations de type *Public To Private* entraînent souvent un endettement conséquent, notamment pour les LBO caractérisés par un levier financier élevé. Or les intérêts de la dette sont déductibles fiscalement. Selon Kieschnick (1998), le surplus de valeur dégagé de cet avantage fiscal se répercute sur les premiums payés aux actionnaires lors d'une GPT. Ainsi, plusieurs auteurs se rejoignent sur le fait que les firmes quittant volontairement la bourse ont un niveau de taxe plus élevé que les entreprises qui demeurent listées (Achleitner et al., 2013; Aslan & Kumar, 2010; Belkhir et al., 2013; Le Nadant & Perdreau, 2006; Lehn & Poulsen, 1989; Michelsen & Klein, 2011; Simons & Renneboog, 2005; Ventrone, 2010; Weir et al., 2005a).

2.3.4.2 Protection contre les *hostile takeovers*

A travers une revue de littérature spécifique, Renneboog et al. (2007) ont souligné que lors d'une offre d'achat hostile d'une entreprise sur une autre, les managers de la

dernière font généralement les frais de cette opération. Logiquement, cela peut donc être un facteur incitant un MBO afin d'éviter tout licenciement pour les managers d'une entreprise en cas de signes annonciateurs d'un rachat hostile (e.g. la participation croissante au capital par une firme concurrente) (Belkhir et al., 2013; Renneboog et al., 2007; A. A. Sannajust, M. & Teulon, 2015; Simons & Renneboog, 2005). Cependant, les auteurs ayant testé cette variable n'ont pas réussi à démontrer sa significativité sur l'influence des retraits volontaires (Belkhir et al., 2013; Renneboog et al., 2007; A. A. Sannajust, M. & Teulon, 2015).

2.3.5 Tableau récapitulatif des études empiriques

Le tableau en annexe A reprend les résultats des tests empiriques menés sur les différents facteurs cités précédemment^{13,14}. Il comporte le nom des auteurs, l'année de l'étude et enfin, des informations sur le lieu et les caractéristiques de l'échantillon. Une relation positive avec la probabilité de se retirer volontairement sera marquée d'un « + », négative d'un « - » et non significative d'un NS. Les proxys mesurant les variables sont indiqués entre parenthèses. L'utilisation des termes financiers en anglais étant répandue et courante dans la littérature internationale, y compris francophone, les termes sont volontairement laissés en anglais. Bien que la plupart du temps les études s'accordent souvent sur le signe et la significativité des variables (à travers les proxys), ce tableau contient plusieurs points intéressants.

D'une part, les variables de liquidité des titres, visibilité, taille et performance/profitabilité sont presque systématiquement négativement corrélées avec la probabilité de se retirer volontairement de la cote. Au contraire, une entreprise sous-évaluée semble avoir une tendance significative à se retirer des marchés selon les tests empiriques.

¹³ Ne sont pas inclus les facteurs 2.3.3.2 jusqu'à 2.3.4.2, ces facteurs se mesurant difficilement numériquement, les résultats de tests ne sont pas limpides et sont moins pertinents pour ce tableau.

¹⁴ Encore une fois, ce tableau est basé sur l'excellent travail de Martinez et Serve (2017)

D'autre part, le rendement en dividendes et la croissance sont des variables qui font débat parmi les résultats des études puisque lorsqu'elles sont significatives, elles influencent tantôt positivement, tantôt négativement les retraits volontaires. Pour ne prendre qu'un exemple, Gleason et al. (2007) trouvent un signe empirique opposé à ce qu'ils prédisaient en théorie pour la croissance, cristallisant l'incertitude autour de ce facteur. Le même phénomène est observé pour le levier financier mais cela est moins surprenant étant donné la divergence d'opinions dans les hypothèses (voir 2.3.1.4). Dans le même registre, les chercheurs semblent peiner à démontrer la significativité des FCF sur la probabilité de se retirer volontairement de la bourse bien qu'étant une variable assez fréquemment testée.

3 Et après s'être retiré ?

Les retraits volontaires ont de multiples facteurs sous-jacents. Cependant, il est légitime de se demander si, à posteriori, la décision de quitter les marchés financiers était la bonne. Afin de rester concis, nous n'irons pas en profondeur sur la performance des firmes après leur délisting mais il me semblait pertinent d'apporter un rapide état de la littérature sur le sujet.

Savoir si le retrait volontaire était une bonne décision d'un point de vue objectif est difficile à mesurer, tant les angles pour mesurer le succès d'une telle opération sont nombreux et différents. D'un point de vue général, Kaplan (1989) et GUO, S, et SONG (2011) soulignent la valeur ajoutée de ces transactions, notamment grâce à la réorganisation structurelle et la réduction des coûts d'agence qu'elles entraînent. Abondant dans le même sens, Weir, Jones, et Wright (2013) confirment que les firmes sorties volontairement de la bourse présente une situation financière générale plus saine malgré une profitabilité moindre. Notons enfin que la productivité globale semble également s'accroître après un GPT, encore une fois dû à une rapide restructuration du groupe (S. Bharath et al., 2014).

A l'opposé, Straska, Waller, et Yu (2012) affirment que les entreprises investissent moins et moins efficacement après un retrait. Après avoir comparé différents ratios, ils en ont conclu que les entreprises qui se détournaient de la bourse étaient plus contraintes financièrement, sous-évaluées et présentaient des problèmes de liquidité interne.

Partie Pratique

La partie dite « pratique » de ce mémoire est destinée à comparer les hypothèses et les affirmations émises dans la précédente partie théorique avec les résultats d'analyses menées sur des firmes qui se sont retirées des marchés Euronext entre 2011 et 2017 (inclus) sous forme de BOSO.

Premièrement, la méthodologie et les données de l'étude sont explicitées en détails, dans un souci de transparence et d'exactitude. Ensuite, viennent les différentes analyses statistiques et « qualitatives » basées respectivement sur des données financières comptables et des interviews qualitatives. Finalement, il convient d'énoncer les limites de ce travail et d'émettre des pistes de recherches futures afin d'atteindre une connaissance de plus en plus exacte des retraits volontaires de la cote.

4 Données et méthodologie

Afin de pleinement saisir les raisons qui incitent les entreprises à se retirer de la cote, il paraissait pertinent de mener à la fois une analyse quantitative et qualitative. Les deux approches ont des avantages complémentaires qui permettent d'améliorer la précision de la mesure et de la description (Thiétart, 2007). Les atouts de ces approches et les données nécessaires pour les réaliser sont expliquées en détails dans cette section.

4.1 Analyse statistique

Pour pouvoir vérifier les pistes abordées en théorie, il semblait judicieux de mener une étude statistique basée sur des données empiriques collectées sur différentes sources dont Bloomberg. Une approche quantitative a plusieurs avantages qui semblent parfaitement correspondre au sujet traité dans ce travail (Thiétart, 2007) :

- permet de tester une théorie, des hypothèses : dans ce cas-ci, l'influence de certains facteurs sur la probabilité de se retirer volontairement de la cote.
- permet de trouver une relation causale entre deux variables : dans ce cas-ci, les variables testées influencent-elles significativement la probabilité de se retirer volontairement? La relation entre les variables est-elle positive ou négative ? ;
- permet une généralisation dans une certaine mesure : le but de ce travail étant d'étendre les résultats à d'autres cas de firmes qui se sont retirées volontairement sur d'autres marchés européens ;
- permet de garder une certaine objectivité : les analyses statistiques sont basées sur des chiffres, sur du passé, sur des faits établis. On évite donc une part de subjectivité que l'on pourrait retrouver dans une étude qualitative.

Toutes les analyses statistiques de ce travail ont été réalisées grâce au logiciel informatique R et plus particulièrement grâce à l'outil R Commander.

4.1.1 Collection des données

4.1.1.1 Retraits volontaires suivant un BOSO

Les données nécessaires pour réaliser l'analyse statistique (voir section 5) ont été récoltées de la manière suivante :

- a) Euronext met à disposition des « *fact books* », des fichiers Excel établis annuellement et contenant les informations pertinentes sur les sociétés cotées sur ses différents marchés. On y retrouve la liste complète des entreprises dont les titres ont été radiés.
- b) De 2011 à 2017, 412 firmes ont été délistées d'Euronext¹⁵, 78 d'Euronext Growth et 123 d'Euronext Access pour un total de 613 firmes. Cependant, ce nombre regroupe les cross-delisting, les entreprises qui ont changé de marché (de Access à Growth par exemple), les retraits involontaires, les retraits volontaires, etc. Les firmes délistées de Euronext Access n'ont pas été prises en compte car, rapidement, il était évident que l'obtention de données comptables était extrêmement difficile.
- c) Grâce à la documentation fournie par Euronext, aux prospectus présentés aux autorités de marché, et aux divers articles de presse disponibles sur Bloomberg, il a été possible de distinguer 62 firmes qui se sont volontairement retirées de la cote sous forme de BOSO dans la période voulue. Martinez et Serve (2011a) distinguent 2 types de BOSO :
 - Le squeeze-out comme conséquence d'une acquisition ou d'une fusion
 - Le squeeze-out initié par l'actionnaire historique¹⁶ (souvent familial) qui renforce son contrôle pour sortir l'entreprise de la cote.

La deuxième définition a été retenue pour établir l'échantillon car elle paraissait particulièrement adaptée à l'actionnariat familial européen et était peu développée dans la littérature internationale.

¹⁵ Sous-entendu Euronext Paris, Bruxelles, Lisbonne et Amsterdam.

¹⁶ Qui est au capital depuis au moins 5 ans ou la création de l'entreprise (Martinez & Serve, 2011a)

- d) Après une recherche en profondeur sur Bloomberg et les rapports annuels des entreprises, les firmes dont les données n'étaient pas disponibles ont été éliminées de l'échantillon. Finalement, l'échantillon compte donc 56 firmes dont le retrait volontaire a été initié par un actionnaire historique sous forme de BOSO.

4.1.1.2 Echantillon de contrôle

Afin de mener à bien les tests statistiques et la régression logistique expliquées ci-après, il fut nécessaire d'établir un échantillon de contrôle composé d'entreprises qui sont restées cotées sur Euronext et ce, jusque juin 2018. Afin que l'influence de l'industrie soit réduite au maximum sur les analyses et les résultats, le groupe de contrôle est apparié avec l'échantillon de 56 firmes évoqué en 4.1.1.1. Autrement dit, à chaque firme qui s'est retirée de la cote correspond une autre firme de la même industrie qui est restée cotée jusque 2018.

Pour appairer les firmes, nous avons utilisé l' Industry Classification Benchmark (ICB), un système hiérarchisé composé de 4 chiffres¹⁷ :

- Le premier chiffre indique l'industrie (e.g. 3 biens de grandes consommation)
- Le second le « super secteur » (e.g. 35 nourriture et boissons)
- Le troisième le « sous-secteur » (e.g. 353 boissons)
- Le quatrième le secteur (e.g. 3533 brasseurs)

Les firmes ont été « matchées » aussi précisément que possible, c'est-à-dire au meilleur des 4 chiffres.

Des expériences basées sur des groupes appariés permettent de contrôler efficacement des sources de variabilité et de produire un modèle plus cohérent (Owen, Wackerly, Mendenhall, & Scheaffer, 2007). Cette procédure a également été appliquée dans plusieurs études couvrant les retraits de cote (Belkhir et al., 2013; Kashefi Pour & Lasfer, 2013; Le Nadant & Perdreau, 2006; Martinez & Serve, 2011a; MAUPIN et al., 1984; Mehran

¹⁷ Pour en savoir plus <http://www.ftserussell.com/financial-data/industry-classification-benchmark-icb>

& Peristiani, 2010; Weir et al., 2005a, 2005b) et la pertinence du matching par industrie a été souligné par Beaver (1966) et Barber et Lyon (1996). Ces auteurs affirment en outre que l'industrie est un facteur influençant indirectement la plupart des variables dans les modèles statistiques et qu'il faut donc éviter tout biais lié à ce facteur. Nous avons finalement un échantillon « total » de 112 entreprises divisé en 2 groupes de 56, et donc suffisamment grand pour mener à bien les analyses explicitées ci-après. (Owen et al., 2007)

4.1.2 Hypothèses et proxys

Dans la partie théorique (2.3), douze facteurs ont été mis en évidence comme étant susceptibles d'influer sur la décision de quitter les marchés boursiers. Quatre de ces derniers (de 2.3.3.2 à 2.3.4.2) ne sont pas inclus dans le modèle de régression logistique pour deux raisons :

- Ces variables sont difficilement mesurables et les données sont peu disponibles voire inexistantes ;
- Etant donné la taille de l'échantillon, diminuer le nombre de variables à tester augmentera la pertinence du modèle (Owen et al., 2007).

Pour les huit variables restantes, les hypothèses suivantes (table 2) ont été testées dans les différents analyses développées ultérieurement (section 5). Dans la table ci-contre est également indiqué le proxy¹⁸ utilisé pour mesurer la variable et le signe attendu de la relation entre l'hypothèse et le retrait volontaire de la cote.

¹⁸ Encore une fois, les proxys sont laissés volontairement en anglais, les termes étant plus courants dans la littérature internationale y compris francophone.

Table 2 - Hypothèses sur les retraits volontaires de la cote

Hypothèse	Proxy	Abréviation	Signe attendu
H1 : Liquidité des titres	Volume/outstanding shares	Vol/Shares	-
H2 : Visibilité	Analysts recommendations	AnalystsRec.	-
H3 : Besoin réduit de financement	Sales growth	SalesGrowth	-
	Dividend yield	DvdYld	+
H4 : Levier financier	Total debt/ total assets	TDebt/TAssets	-
H5 : Taille de l'entreprise	Total Assets	TotAssets	-
H6 : Sous-évaluation	Price to book ratio	PriceToBook	+ ¹⁹
H7 : Performance/ Profitabilité	ROA	ROA	-
	ROE	ROE	-
H8 : Free Cash Flows	(Cash flow from operations - capex)/total assets	FCF/TA	+

Ces hypothèses et l'influence supposée qu'elles ont sur la probabilité de se retirer volontairement de la cote sont basées sur les constatations établies dans la partie 2.3 et grâce au tableau en annexe A. Les données pour les proxys sont collectées en t-1, t étant l'année du retrait volontaire afin de mieux comprendre les signes annonciateurs d'un retrait dans un futur proche. Pour les firmes du groupe de contrôle, les données sont donc

¹⁹ Le + est bien pour la relation entre la sous-évaluation et le retrait volontaire. Un Price to Book ratio faible indiquant une sous-évaluation forte, le signe entre le proxy et le retrait serait donc -

également collectées pour l'année t-1, en fonction des entreprises avec lesquelles elles sont appariées. Les choix des proxys sont explicités à l'annexe C.

4.1.3 Tests d'hypothèses

La première analyse statistique consiste à comparer les deux échantillons appariés décrits précédemment et ainsi, à dégager un profil type des firmes qui se sont retirées de la cote par rapport aux autres. Pour ce faire, il convient d'utiliser le t-test (ou test de student) pour échantillons appariés.

Le t-test est un test paramétrique²⁰ qui permet de tester si la différence des moyennes des deux échantillons est significativement différente de 0. Autrement dit dans ce cas-ci, qu'il n'existe pas de différence majeure pour une certaine variable entre les firmes qui se sont retirées et leurs binômes qui sont restées cotées (McDonald, 2014; Owen et al., 2007).

- On note l'hypothèse nulle (celle que l'on teste) : $H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$
- L'hypothèse alternative est donc : $H_1 : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$
- Vient ensuite le test statistique dont la formule est donnée par :

$$t = \frac{\hat{Y}_1 - \hat{Y}_2}{Sp \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

Où $\hat{Y}_1$ et $\hat{Y}_2$ sont les moyennes des deux échantillons, n_1 et n_2 les tailles des échantillons et Sp l'écart type cumulé.

Pour chaque variable testée, on obtient alors une valeur t qui sera ensuite comparée à une valeur $t_{\alpha/2}$ où α est le niveau de significativité. Ici, le niveau accepté sera de 10%, autrement dit, on désire un niveau de confiance de 90%. Si la valeur absolue de t est supérieure à la valeur de $t_{\alpha/2}$, on rejette l'hypothèse nulle, on peut donc raisonnablement penser que les moyennes sont significativement différentes (McDonald, 2014; Owen et al., 2007).

²⁰ Test qui prend tient compte de la distribution des données (Owen et al., 2007)

Afin de pouvoir utiliser ce test paramétrique robuste, il fallait toutefois vérifier que la différence des paires pour chaque variable suivait une distribution normale. Malgré le fait que la taille des échantillons garantissait normalement cette condition, il était important de la confirmer en regarder les différents histogrammes. Après vérification, les conditions d'application pour réaliser un test t étaient pleinement satisfaites (McDonald, 2014; Owen et al., 2007).

4.1.4 Modèle de régression logistique

Le modèle de régression logistique (logit) permet de tester un modèle de régression où la variable dépendante, celle qu'on désire expliquer à l'aide de variables explicatives, est dichotomique. Dans notre cas, la variable dépendante prend la valeur 1 si l'entreprise s'est retirée de la cote ou 0 si elle est restée. Les variables explicatives, elles, sont les proxys explicités en 4.1.2. Le modèle de régression logistique prend alors la forme suivante :

$$\begin{aligned}
 Y \sim \beta_0 + \beta_1 \frac{Vol}{Shares} + \beta_2 AnalystsRec. + \beta_3 SalesGrowth + \beta_4 DvdYld \\
 + \beta_5 Leverage + \beta_6 TotAssets + \beta_7 PriceToBook + \beta_8 ROA \\
 + \beta_9 ROE + \beta_{10} FCF/TA
 \end{aligned}$$

Cet outil statistique permet de tester la significativité des variables explicatives²¹ du modèle sur la variable dépendante ainsi que le signe de la relation qui en découle (positive ou négative). Autrement dit, un modèle logit permet de trouver la valeur des coefficients de régression (β) et de tester l'hypothèse de nullité de chacun de ces coefficients. Grâce à cette analyse, nous allons donc pouvoir confronter nos résultats aux hypothèses émises en théorie (4.1.2) et en tirer les conclusions appropriées (Foucart, 2006; McDonald, 2014).

²¹ Même principe que le t test expliqué précédemment avec l'hypothèse nulle que le coefficient est nul.

4.2 Entretiens qualitatifs

Afin de pouvoir tirer les conclusions les plus pertinentes possibles pour ce travail, il semblait judicieux de compléter les analyses statistiques explicitées précédemment par des données qualitatives. En effet, l'analyse qualitative permet de mettre des mots sur des chiffres (Thiétart, 2007), de mieux comprendre les décisions de l'entreprise d'un point de vue stratégique. Une approche qualitative permet également d'envisager de nouvelles pistes non présentes en théorie ou des affirmations contraires à celles présentes dans la littérature (Thiétart, 2007).

Cette approche se traduit dans ce travail par deux études de cas. Une étude de cas répond à la question « pourquoi ? » et se justifie donc parfaitement pour ce travail : « Pourquoi les entreprises se retirent-elles volontairement de la cote ? ». De surcroît, cela permet d'explorer de nouvelles pistes et d'illustrer des hypothèses émises dans la littérature sur un phénomène contemporain dans son contexte réel, complétant ainsi exhaustivement la partie pratique de ce mémoire (Yin, 2013).

Deux hauts dirigeants d'entreprises belges ont répondu positivement à une demande d'interview : Pierre Macharis, CEO de VPK Packaging depuis 1992 et Daniel Krug, COO de Duvel Moortgat de 2004 à 2017 et actuellement Président Duvel Belgium. Ces entretiens téléphoniques d'une trentaine de minutes ont été menés comme des entretiens semi-directifs afin de ne pas influencer les répondants dans leurs réponses et de récolter d'autres informations que celles présentes en théorie.

5 Analyse statistique

Passons maintenant à la partie concrète de l'analyse des données.

5.1 T-test pour données appariées

5.2.1 Les résultats

Le tableau 3 montre les résultats issus du t-test mené sur les deux échantillons appariés

Table 3 - Résultats du t-test entre les deux échantillons appariés

	Volume/Shares		Analysts Rec.		Sales Growth		Dividend Yield		Leverage	
	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée
Moyenne	0,08492554	0,31917455	4,36607143	5,35714286	-0,007089	0,0894528	0,020724	0,026250	0,28070411	0,25138079
t-test	3.6503***		0.50268		1.6255		1.16		-0.79555	
(p-valeur)	(0,0005842)		(0.6172)		(0.1098)		(0.2511)		(0.4297)	
Moyenne des différences	0.234249		0.9910714		0.09654263		0.005526036		-0.02932332	

	Total Assets		Price to book		ROA		ROE		FCF/Tot.A.	
	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée	Retirée	Listée
Moyenne	1,649E+09	1,2625E+10	0,7942751	0,90264	0,009914	0,084531	0,006619	0,057221	-0,0536126	-0,008153
t-test	1.363		0.80641		1.1998		0.89486		0.77979	
(p-valeur)	(0.1785)		(0.4235)		0.2354		(0.3748)		(0.4389)	
Moyenne des différences	10975541859		0.1083733		0.07461771		0.05060202		0.04545965	

5.2.2 Discussion

En regardant la table 3, on s'aperçoit que seul le proxy Volume/Shares est significatif à un niveau de significativité de 5%. On rejette donc l'hypothèse selon laquelle les moyennes des deux échantillons pour cette variable sont égales. Selon les résultats, les entreprises qui restent en bourse ont en moyenne une meilleure liquidité que celles qui se sont retirées volontairement. Les premières affichent en effet un « ratio de liquidité » de 0,32 et les autres de 0,08 et on peut raisonnablement penser que les firmes qui se retirent volontairement ont une liquidité plus faible. Cela abonde dans le sens dans l'hypothèse 1 et de la théorie évoquée précédemment.

Concernant les autres résultats du tableau, il n'est pas possible de tirer de réelles conclusions étant donné les différentes p-valeurs, toutes non significatives jusqu'à un seuil de 10%. Pour ces variables-là, il n'est donc pas possible d'établir un profil pour les firmes qui se sont retirées de la bourse par rapport à celles qui y ont restées.

Toutefois, on remarque que les p-valeurs des variables SalesGrowth et TotalAssets sont relativement basses bien que non-significatives. On peut simplement remarquer qu'avec les échantillons à disposition, les entreprises qui se sont retirées sont en moyenne 10 fois plus petites et ont des perspectives de croissance plus faibles que celles qui n'ont pas tourné le dos aux marchés. Encore une fois, ces différences ne sont pas significatives à un seuil de 10%.

En conclusion, le test de Student réalisé ici permet difficilement de tirer des conclusions pertinentes quant à un éventuel profil des firmes qui se retirent de la bourse, si ce n'est qu'elles ont en moyenne une liquidité plus faible que les firmes qui ne quittent pas la bourse.

5.2 Le modèle de régression logistique

5.2.1 Le modèle logit complet

Avant toute chose, il est important d'analyser la matrice des corrélations entre les variables que nous souhaitons inclure dans le modèle afin de détecter une possible source de colinéarité. Ce défaut est très préjudiciable pour le modèle puisqu'il peut entraîner une mauvaise prédiction des coefficients de régression du modèle (Foucart, 2006). Voici la matrice de corrélation basée sur les 10 proxys explicités en 4.1.2 :

Figure 6 - Matrice des corrélations

	AnalystsRec.	DvdYld	FCF.TA	PriceToBook	ROA	ROE	SalesGrowth	TDebt.TAsset	TotAssets	Vol.Shares
AnalystsRec.	1.00000000	0.06724226	0.06605824	-0.05125868	-0.02581508	0.10019413	0.04127441	-0.019932766	0.39606849	0.338862741
DvdYld	0.06724226	1.00000000	0.10453526	0.06420314	-0.02453475	0.19129734	-0.06422787	-0.069816721	0.08328234	-0.042903216
FCF.TA	0.06605824	0.10453526	1.00000000	0.01218190	-0.30112832	0.11785573	-0.24141545	-0.262945965	0.01336616	0.066276712
PriceToBook	-0.05125868	0.06420314	0.01218190	1.00000000	-0.30455586	-0.07775799	-0.01363128	-0.140126296	0.07653162	-0.016155605
ROA	-0.02581508	-0.02453475	-0.30112832	-0.30455586	1.00000000	0.15569719	0.72211366	0.060644168	-0.01731751	-0.029439605
ROE	0.10019413	0.19129734	0.11785573	-0.07775799	0.15569719	1.00000000	0.17507839	-0.151249692	0.03181380	0.020566980
SalesGrowth	0.04127441	-0.06422787	-0.24141545	-0.01363128	0.72211366	0.17507839	1.00000000	-0.110389503	0.12981825	0.025188821
TDebt.TAsset	-0.01993277	-0.06981672	-0.26294596	-0.14012630	0.06064417	-0.15124969	-0.11038950	1.000000000	-0.11061402	-0.004607019
TotAssets	0.39606849	0.08328234	0.01336616	0.07653162	-0.01731751	0.03181380	0.12981825	-0.110614022	1.000000000	0.375191720
Vol.Shares	0.33886274	-0.04290322	0.06627671	-0.01615561	-0.02943960	0.02056698	0.02518882	-0.004607019	0.37519172	1.000000000

Après coup d'œil, on remarque que les variables ROA et SalesGrowth sont assez fortement positivement corrélées (0,72). Il faudra être attentif dans les analyses qui vont suivre concernant ces variables. Pour le reste, la majorité des valeurs sont très faibles et ne dépassent pas 0,39 (TotalAssets et AnalystsRec.).

Toujours avant de lancer le modèle de régression logistique, il convient d'observer les distributions des différentes variables explicatives pour éventuellement ajouter des transformations de normalisation (e.g. logarithmique) qui permettent de réduire l'asymétrie (Skewness) et l'aplatissement (Kurtosis) de leur fonction de densité. Ces transformations impliquent une meilleure explicabilité du modèle général (McDonald, 2014; Owen et al., 2007). Les deux seules variables concernées sont Vol/Shares et TotalAssets dont le log normalise les distributions ; le modèle décrit en 4.1.4 devient alors :

$$\begin{aligned}
Y \sim & \beta_0 + \beta_1 \log\left(\frac{Vol}{Shares}\right) + \beta_2 AnalystsRec. + \beta_3 SalesGrowth + \beta_4 DvdYld \\
& + \beta_5 Leverage + \beta_6 \log(TotAssets) + \beta_7 PriceToBook + \beta_8 ROA \\
& + \beta_9 ROE + \beta_{10} FCF/TA
\end{aligned}$$

Ci-dessous le modèle de régression linéaire et les coefficients de régression estimés²² :

Table 4 - Modèle de régression logistique complet

	Estimation du coefficient	Ecart-type	z-value	p-valeur
(Intercept)	5,639	3.23914	1.741	0.081694 ·
Log(Vol/Shares)	-0.53860	0.14347	-3.754	0.000174 ***
AnalystsRec.	0.07666	0.04265	1.797	0.072299 ·
SalesGrowth	-0.28231	1.23785	-0.228	0.819598
DvdYld	-3.87514	9.71759	-0.399	0.690058
TDebt/TAssets	0.22206	1.18629	0.187	0.851511
Log(TotAssets)	-0.35943	0.17306	-2.077	0.037811 *
PriceToBook	-0.53518	0.35572	-1.504	0.132458
ROA	-2.29828	1.70686	-1.346	0.178142
ROE	0.43755	0.83434	0.524	0.599984
FCF/TA	-1.56011	2.41548	-0.646	0.518356
AIC	143,51			
Residual deviance	121,51	sur	101 df	

On observe directement que trois variables sont significatives à un niveau de significativité de 10%:

- $\log(\text{Vol.shares})$ qui est le proxy pour l'hypothèse de liquidité des titres (H1) et qui est significatif à 0,1%, elle est donc extrêmement significative ;
- AnalystsRec. qui est le proxy pour l'hypothèse de visibilité (H2) et qui est significatif à 10% ;

²² *** significatif à 0,1%, ** à 1%, * à 5% et · à 10%

- $\log(\text{TotAssets})$ qui est le proxy pour l'hypothèse de taille (H5) et qui est significative à 5%.

Cependant, bien que ces trois coefficients soient significatifs, le signe de *AnalystsRec* est opposé à celui attendu dans les hypothèses (table 2). En effet, comme expliqué auparavant, on s'attendait à une relation négative entre la visibilité et le fait de se retirer volontairement de la cote or le modèle indique le contraire. Une piste pour expliquer ce résultat est que, si la visibilité venait à diminuer, cela découragerait les firmes de quitter les marchés boursiers puisqu'un des avantages de ces derniers est justement cette « publicité ». Dès lors, si l'entreprise se retirait alors que sa visibilité était déjà faible, elle ne ferait qu'aggraver la situation. On pourrait également supposer que l'excès de visibilité finirait par être nuisible en attirant trop d'attention sur les activités et la stratégie de l'entreprise. Afin de garder plus de confidentialité dans ses opérations, l'entreprise serait alors tentée par un retrait. Ces pistes ne sont que des hypothèses qu'il serait opportun de tester de manière qualitative dans d'autres recherches.

D'un autre côté, le modèle indique, comme dans les hypothèses et la théorie, que les petites firmes sont moins à même de supporter les frais qu'entraîne une cotation et sont plus susceptibles de sortir de la cote. De plus, il semble qu'une perte de liquidité des titres remet fortement en question l'intérêt de la cotation, la bourse perdant là un de ses attraits majeurs. Si une entreprise a des titres qui s'échangent peu, elle est donc significativement tentée de se retirer des marchés. On retrouve à travers ces deux variables le calcul coûts/bénéfices évoqué dans la section 2.3.

Concernant les autres variables, elles sont toutes non-significatives et il n'est pas raisonnable de tirer des conclusions quant au signe de leur coefficient.

5.2.2 Le modèle ajusté

Le modèle explicité dans la section précédente comporte toutes les variables qui avaient un effet supposé sur la probabilité de se retirer de la cote. Mais le fait d'inclure

autant de variables (dont la majorité non-significatives) nuit à la qualité générale des résultats. D'abord, cela ajoute du bruit qui impacte l'estimation des différents coefficients. Ensuite, il y a ce problème de colinéarité qui a été évoqué au 5.2.1. Le mieux serait donc de trouver un modèle parmi les 1024 (2^{10}) possibilités différentes qui ne contiennent que des variables explicatives pertinentes par rapport à la variable dépendante (Yamashita, Yamashita, & Kamimura, 2007). Pour ce faire, l'approche « stepwise²³ AIC vers l'arrière » paraît judicieuse.

D'abord, le critère d'information d'Akaike (AIC de l'anglais) est une mesure qui permet de comparer la qualité de plusieurs modèles. A chaque modèle correspond un score AIC dont l'équation est la suivante :

$$\text{AIC} = \text{Déviance} + 2 \cdot (1 + \text{nombre de variables explicatives})$$

Où la déviance une mesure de la qualité d'ajustement du modèle aux données qui augmente avec le nombre de paramètres. Afin de rester concis²⁴, nous retiendrons donc que le but est de comparer les différents modèles en fonction de leur AIC et de sélectionner le modèle possédant la plus petite valeur. Ainsi, on aura un bon compromis entre le biais du modèle (qui diminue avec le nombre de variables explicatives) et la parcimonie, principe qui a pour but d'expliquer les données avec le plus petit nombre de variables possibles (Chen & Tsurumi, 2010; Snipes & Taylor, 2014; Yamashita et al., 2007).

L'approche « stepwise AIC vers l'arrière » fonctionne de la manière suivante. Partant du modèle complet (5.2.1), la méthode consiste à retirer une variable du modèle qui entraînera une diminution de l'AIC. Tour à tour, une variable est enlevée du modèle jusqu'à ce qu'on ne puisse plus en retirer sous peine d'augmenter l'AIC (Yamashita et al., 2007).

Dans notre cas, on trouve le modèle suivant grâce à cette approche :

²³ Littéralement "étape par étape" en français.

²⁴ Pour plus d'informations voir "Information theory as an extension of the maximum likelihood principle" - Hirotugu Akaike (1973)

$$Y \sim \beta_0 + \beta_1 \log\left(\frac{Vol}{Shares}\right) + \beta_2 AnalystsRec. + \beta_3 \log TotAssets \\ + \beta_4 PriceToBook + \beta_5 ROA$$

Table 5 - Modèle de régression logistique après sélection des variables

	Estimation du coefficient	Ecart-type	z-value	p-valeur
(Intercept)	5.18334	2.94127	1.762	0.078023 ·
Log(Vol/Shares)	-0.54388	0.14159	- 3.841	0.000122 ***
AnalystsRec.	0.07272	0.03973	1.830	0.067197 ·
Log(TotAssets)	-0.33649	0.15297	- 2.200	0.027822 *
PriceToBook	-0.56521	0.33617	- 1.681	0.092702 ·
ROA	-2.11329	1.64427	-1.285	0.198707
AIC	134,51			
Residual deviance	122,51	sur	101 df	

Premièrement, l'AIC de ce modèle réduit est de 134,51 ; il est donc bien inférieur à celui du modèle complet qui était de 141,51. De plus, on remarque que les deux variables qui étaient fortement corrélées ne se retrouvent ensemble plus dans ce modèle. Ensuite, les conclusions concernant les variables $\log(Vol/Shares)$, $AnalystsRec.$ et $\log(TotAssets)$ sont semblables aux constatations de la section précédente (5.2.1) et nous ne les développerons donc pas outre-mesure. Insistons toutefois sur le fait que le manque de liquidité des titres apparaît comme un critère extrêmement significatif dans la décision de quitter volontairement les marchés financiers.

En revanche, le proxy $PriceToBook$ qui teste l'hypothèse de la sous-évaluation (H6) est désormais significatif avec un signe négatif pour le coefficient. Cela signifie qu'une firme avec un price to book ratio faible (donc possiblement sous-évaluée) est plus susceptible de se retirer des marchés financiers. Le ROA reste non-significatif au seuil de 10% et son interprétation n'est donc pas pertinente.

5.2.3 Tableau récapitulatif

Ci-contre voici le tableau récapitulatif des résultats de l'analyse logit :

Table 6 - Tableau récapitulatif des régressions logistiques

Hypothèse	Proxy	Signe attendu	Signe trouvé
H1 : Liquidité des titres	Volume/outstanding shares	-	-
H2 : Visibilité	Analysts recommen- dations	-	+
H3 : Besoin réduit de financement	Sales growth	-	NS
	Dividend yield	+	NS
H4 : Levier fi- nancier	Total debt/ total assets	-	NS
H5 : Taille de l'entreprise	Total Assets	-	-
H6 : Sous-éva- luation	Price to book ratio	+	+
H7 : Perfor- mance/ profitabilité	ROA	-	NS
	ROE	-	NS
H8 : Free Cash Flows	Cash flow from op- erations - capex/to- tal assets	+	NS

6 Les cas belges sur Euronext Bruxelles

Intéressons-nous maintenant à deux cas belges pour ressentir les raisons stratégiques qui se cachent derrière les retraits volontaires au-delà des chiffres comptables. Les entreprises à l'actionnariat familial VPK Packaging et Duvel Moortgat ont à peu de choses près suivi le même parcours boursier²⁵. A plusieurs reprises, Messieurs Pierre Macharis (VPK) et Daniel Krug (Duvel) ont souligné des raisons présentes dans la théorie concernant le retrait volontaire de leur entreprise d'Euronext Bruxelles.

Ce retrait, justement, s'est déroulé de la même manière pour les deux firmes qui ont suivi un Buy-Out Squeeze-Out comme la majorité des firmes européennes (Martinez & Serve, 2017). La procédure de ce type de retrait est similaire dans les pays européens mais comporte de petites différences propres à chaque pays. Les cas présentés ci-après concernant des entreprises belges, il semblait approprié de décrire la procédure de BOSO sur Euronext Bruxelles.

6.1 Le Squeeze Out en Belgique

En Belgique, les BOSO sont appelés offre publique de reprise (OPR). Une OPR est une procédure par laquelle une personne (physique ou morale), agissant seule ou de concert avec d'autres actionnaires, détient 95% des titres avec droit de vote d'une société (suite à plusieurs offres d'achat généralement) et souhaite acquérir la totalité des titres avec droit de vote de cette société. Le seuil de 95% franchi, la personne détentrice des droits de vote peut donc « contraindre » légalement les actionnaires minoritaires à lui céder les actions restantes à un prix raisonnable. C'est le *squeeze out* dont la procédure est explicitée ci-dessous (Antoine & Capiou-Huart, 2012).

Premièrement, l'actionnaire initiateur de l'OPR soumet un prospectus détaillant les raisons du retrait à l'autorité de marché compétente (FSMA) : les acteurs impliqués, les

²⁵ Ceci est le fruit du hasard, elles n'ont pas été choisies pour ces raisons-là.

raisons de l'offre, l'actionnariat en place, les changements structurels (ou non) qui suivront l'offre, le prix de l'offre et sa justification, etc. Ce prospectus est étudié par la FSMA, qui peut demander l'avis d'un expert indépendant et qui le divulgue ensuite aux différents acteurs impliqués dont les actionnaires minoritaires (Antoine & Capiiau-Huart, 2012).

Ensuite, ces-mêmes actionnaires peuvent, après avoir pris connaissance du prospectus et de l'avis de l'expert indépendant, faire part à la FSMA des griefs relatifs à l'offre et en particulier au prix de l'offre si celui-ci est jugé insuffisant. L'autorité de marché fait alors part des remarques à l'offrant, qui modifie son offre en circonstance, sous peine de ne pas obtenir l'approbation obligatoire de la FSMA pour la transaction. Evidemment, si les actionnaires minoritaires sont satisfaits du prospectus, cette étape n'est pas nécessaire (Antoine & Capiiau-Huart, 2012).

Après approbation du prospectus, les actionnaires doivent accepter l'offre d'achat au prix établi. Après paiement, les titres sont alors transférés à l'offrant qui possède alors la totalité des titres en circulations et procède à la radiation de ces derniers sur Euronext Bruxelles. Un tableau récapitulatif et basé sur le travail de Antoine et Capiiau-Huart (2012) se trouve en annexe D.

6.2 VPK Packaging

6.2.1 L'entreprise

VPK packaging est une entreprise belge fondée en 1935 et dont le siège social se trouve à Aalst. Présent dans l'industrie des biens industriels, la firme s'est spécialisée dans le packaging pour les biens de grande consommation. Présente dans 17 pays avec un chiffre d'affaire s'élevant à plus de 1,2 milliard en 2017, VPK est un acteur concurrentiel majeur dans son industrie tant au niveau national qu'international.

6.2.2 L'introduction en bourse

En 1998, alors présente en Belgique et aux Pays-Bas, l'entreprise au chiffre d'affaire de 170 millions d'euros décide de se lancer dans l'aventure boursière. En 1999, lors de l'IPO, elle parvient à lever 50 millions d'euros et son titre est coté à 29€. Plusieurs raisons ont influencé l'entreprise dans sa décision de se lancer en bourse.

Premièrement, à l'époque, l'entreprise échangeait avec de plus en plus de clients internationaux qu'elle doit suivre tout en réalisant des économies d'échelle. Euronext Bruxelles apparaissait donc comme une excellente « vitrine » permettant une extension géographique stable.

Ensuite, l'entreprise avait de nombreux projets, notamment celui de s'implanter dans d'autres pays en Europe (France, UK, Europe de l'est), et ses besoins de croissance ne pouvaient se faire que via des acquisitions ou des *green field*. La bourse permettait donc de financer cette croissance sans prendre de risque au niveau bilantaire, sans s'endetter considérablement.

Troisièmement, Pierre Macharis a clairement souligné l'impact sur l'organisation interne d'une firme et le professionnalisme qu'une cotation entraîne. Les exigences des autorités de marchés (e.g. FSMA en Belgique) étant très élevées, le reporting est très poussé et la gouvernance d'entreprise excellemment tenue.

Enfin, les bourses étaient très bien valorisées à ce moment-là, permettant à Pierre Macharis de vendre une partie de l'entreprise tout en gardant le contrôle. Le flottant représentait alors 25% du nombre total d'actions. Pour toutes ces raisons, une IPO était on ne peut plus pertinente à ce moment précis.

6.2.3 Le parcours boursier

VPK a été coté pendant près de 20 ans sur Euronext Bruxelles jusqu'à atteindre plus de 700 millions de chiffre d'affaire entre 2013 et 2014 et Monsieur Macharis a mis en évidence la stabilité financière et la solidité bilantaire tout au long de ces années.

Cependant, les crises mondiales qui ont successivement secoué les marchés (dotcom, 2008, etc.) ont systématiquement fait diminuer le cours des actions de VPK, malgré ses excellentes performances d'un point de vue comptable. En effet, l'entreprise travaillant pour des clients dans différentes industries comme les biens alimentaires ou d'hygiène et avec des groupes « géants » (Danone, ABInBev), elle n'a pas senti la crise outre mesure dans le business quotidien. Le « yo-yo » des cours de bourse en fonction des crises ont donc fait réfléchir le CEO de VPK sur l'utilité de la cotation.

6.2.4 Le retrait volontaire

Lorsque le cours de l'action était malmené (trop en dessous de la valeur à l'IPO, 29), Monsieur Macharis avait donné à une banque un ordre d'achat discrétionnaire pour racheter les actions de VPK. Petit à petit, le flottant a donc diminué, passant d'environ 25 % lors de l'introduction à 10% en 2012. D'un point de vue rationnel, la liquidité des titres était tellement faible qu'une cotation n'avait plus de sens selon le CEO de VPK. En effet, une liquidité faible entraîne une perte de volatilité et lever des fonds devient de plus en plus compliqué.

Le niveau faible d'endettement et la solidité des chiffres financiers du groupe ont conforté le M.Macharis dans son choix. De plus, le groupe n'avait plus en 2012 de projets nécessitant des fonds particulièrement élevés et n'avait plus spécifiquement besoin de la

bourse pour financer sa croissance. Effectivement, son bilan comptable et son EBITDA étant largement supérieur à sa dette, les banques offraient de nouveaux des prêts très intéressants après la crise financière de 2008-2011.

Finalement, les actions qu'ils ont rachetées aux minoritaires pour sortir de la cote étaient valorisée légèrement au-dessus de 29€ (la valeur lors de l'IPO), satisfaisant ainsi les investisseurs et évitant tout problème avec les actionnaires minoritaires (voir 6.1).

Pour toutes les raisons évoquées ci-dessus, M. Macharis a informé les autorités de marché en aout 2012 de sa volonté de se retirer de la cote.

6.2.5 L'après retrait

A posteriori et malgré le retrait de la cote, M. Macharis a mis en avant les bénéfices que lui avaient apporté les marchés boursiers, particulièrement en termes de visibilité. La bourse a permis à l'entreprise belge de grandir (plusieurs acquisitions), d'acquérir une légitimité et un professionnalisme qui perdurent encore aujourd'hui. Si VPK joue aujourd'hui dans la cour des grands, c'est en majeure partie grâce aux marchés financiers et aux avantages qu'ils lui ont conférés. Loin d'entacher ce constat, le retrait de la cote a représenté une étape décisive dans la vie de l'entreprise mais elle se porte très bien depuis lors, son chiffre d'affaire ayant presque doublé depuis 2013 et son délisting.

6.3 Duvel-Moortgat

6.3.1 L'entreprise

Brasserie belge et familiale fondée en 1871 à Breendonk, Duvel est encore aujourd'hui une entreprise qui compte dans le paysage belge et à l'international. Ses 11 marques de bières se vendent dans des dizaines de pays et l'entreprise possède des brasseries aux Etats-Unis, en République Tchèque et bien sûr en Belgique. En 2017, elle a réalisé un chiffre d'affaire de plus de 428 millions d'euros, soulignant encore une fois la place économique conséquente dans le paysage belge.

6.3.2 L'introduction en bourse

Duvel s'est lancé en bourse en 1999 : « C'était dans l'air du temps en Belgique d'aller en bourse pour les PME qui marchaient bien ». Pour Daniel Krug, se lancer en bourse est donc aussi un effet de groupe, un effet de mode. Mais c'est évidemment plus que cela. A l'époque, les actionnaires familiaux de l'entreprise sont assez jeunes et l'ancien COO de Duvel a donc mis en avant le professionnalisme au niveau de l'organisation interne (e.g. reporting) qu'induit la cotation. Il y avait en quelque sorte « un double avantage » qui consistait à profiter de la vision à long terme des actionnaires familiaux tout en maintenant des standards élevés à court terme pour satisfaire les investisseurs.

Duvel a également beaucoup bénéficié de la visibilité qu'offrent les marchés financiers. Grâce à Euronext, l'entreprise a su attirer de nombreux investisseurs, de plus gros clients/ fournisseurs et cela s'est répercuté sur la performance de l'entreprise. De plus, la globalisation était très « sexy » (sic) à l'époque, appréciée par les consommateurs et la cotation représentait une formidable publicité pour l'entreprise.

Afin de garder le contrôle de l'entreprise, le free float n'était que de 25% au moment de l'IPO. Etant donné l'appétit de certains concurrents pour une éventuelle acquisition hostile, il était nécessaire de garder un ce flottant à un faible taux.

6.3.3 Le parcours boursier

La cotation s'étendant sur une période qui a connu de graves crises boursières, le cours de l'action Duvel n'a pas été épargné par des chutes de cours et autres sous-évaluations. De surcroît, cela a parfois attiré une mauvaise presse à l'entreprise alors que celle-ci était très solide d'un point de vue comptable, affectant ponctuellement par la suite la performance de l'entreprise.

6.3.4 Le retrait volontaire

En plus de l'influence des crises sur le cours de bourse, la décision de se retirer de la cote a été influencée par plusieurs facteurs à commencer par « l'excès de transparence ». Il est vrai que la visibilité dont a joui Duvel grâce à la cotation lui a permis de grandir et de se développer à l'international. Mais le revers de la médaille fut difficile à gérer pour le groupe brassicole. En effet, comme toute entreprise cotée, Duvel a dû divulguer publiquement beaucoup d'informations précieuses, permettant ainsi à ses concurrents de réagir plus efficacement. Or dans une industrie aussi compétitive que celle de la bière, garder un coup d'avance sur ses concurrents peut s'avérer crucial (e.g. se lancer en premier en des marchés à haut potentiel).

Ensuite, être en bourse engendre une pression à court terme parfois destructrice de valeur pour l'entreprise. Il faut satisfaire les investisseurs et les analystes financiers constamment, sous peine d'être sanctionné dans les cours et de perdre de la valeur boursière. Or selon M. Krug, cette pression implique que certaines décisions sont prises pour satisfaire les observateurs à court terme, minant ainsi toute stratégie globale à long terme qui pourrait s'avérer meilleure pour l'entreprise à long terme.

Enfin, la bourse a perdu de son utilité puisque Duvel n'avait plus besoin de fonds pour financer sa croissance ou investir dans de nouveaux projets. En plus, le reporting qu'elle nécessitait était extrêmement prenant en temps et en argent et les dirigeants pensaient que ces ressources pourraient être allouées à des tâches plus rémunératrices.

Ainsi, les titres de Duvel Moortgat ont été radiés en 2013 tout comme ceux de VPK Packaging

6.3.5 L'après retrait

Cinq ans après le délisting de Duvel, M. Krug reste persuadé qu'entrer en bourse fut une bonne chose pour l'entreprise. Cela a attiré de la lumière sur l'entreprise, changé son statut concurrentiel et professionnalisé l'entreprise dans sa globalité. En revanche, aujourd'hui, il ne conseillerait pas à Duvel d'aller en bourse car l'avantage de la visibilité se justifie moins aujourd'hui. En effet, les gens se détournent de plus en plus du « global » au profit du « local ». Duvel ayant cette reconnaissance de produits authentiques, il ne tenterait donc pas l'aventure boursière car celle-ci ne serait pas aussi bénéfique qu'elle ne le fut.

Duvel se porte très bien depuis son retrait de la cote, en atteste son chiffre d'affaire qui a plus que doublé sur cette période. L'entreprise est solide et ses cash flows lui permettent de financer les projets nécessaires à l'application de la stratégie du groupe. Le fait de pouvoir agir plus discrètement est particulièrement bénéfique pour eux puisqu'ils bénéficient ainsi d'une certaine marge pour anticiper ou réagir aux décisions de leurs concurrents.

6.4 Analyse des cas

Tout d'abord, il convient de remarquer que ces deux firmes possèdent des profils assez semblables et il n'est donc pas étonnant de trouver des similitudes dans les deux cas. En effet, ces entreprises belges ont un actionnariat familial depuis des décennies et ont été cotées sur Euronext Bruxelles pendant le même nombre d'années, à quelques mois près.

6.4.1 L'introduction en bourse

Pour les deux dirigeants, 1999 était une bonne période pour se lancer en bourse, les marchés étant bien valorisés à l'époque. M.Krug (Duvel) a même parlé d'une tendance, que la bourse apparaissait aux yeux des investisseurs et des consommateurs comme un « must » en ce temps-là. De plus, ils ont également souligné la recherche de professionnalisme qu'implique une cotation boursière ce qui permettait aux entreprises de garder un niveau d'exigence très élevé et rester compétitives. Ces deux raisons sont très intéressantes, d'autant plus qu'elles n'ont pas été évoquées en théorie.

La visibilité, elle, est un facteur qui se retrouve à la fois en théorie et dans les cas de VPK et Duvel. Nous notions que « le statut de société cotée reflète une image solide et ambitieuse » et que cela permettait à l'entreprise « de renforcer son activité commerciale et de tisser des liens solides avec ses parties prenantes ». Messieurs Macharis et Krug n'ont pas manqué de mettre en avant ce bénéfice majeur qu'est la visibilité procurée par les marchés financiers et le boost qu'elle donne à l'activité commerciale grâce à l'attrait d'investisseurs et de consommateurs.

« Une IPO permet à une entreprise d'augmenter considérablement son capital et ses fonds propres tout en limitant leur endettement ». Cette affirmation évoquée dans la partie théorique aurait pu être prononcée par le CEO de VPK qui affirme que « la bourse est un excellent moyen de se financer sans prendre trop de risques au niveau bilantaire ».

Comme W. Kim et Weisbach (2008) entre autre, M. Macharis estime que l'IPO lui a permis de financer sa croissance, notamment à travers une expansion géographique

6.4.2 Le parcours boursier et le retrait volontaire de la cote

Les deux entreprises ayant été cotées pendant la même période, elles ont dû faire face aux mêmes crises qui ont touché les marchés boursiers dans les années 2000 (dotcom, 2008, etc.). Ces crises ont entraîné la volatilité de leurs cours, et l'action était parfois fortement sous-valorisée. C'est ce phénomène qui, petit à petit, a poussé le CEO de VPK à racheter des actions, diminuant la part de flottant jusqu'à atteindre moins de 10%. La liquidité des titres étant trop faible, la cotation ne se justifiait plus de manière rationnelle selon M. Macharis, confirmant ainsi l'hypothèse théorique selon laquelle une faible liquidité est un facteur influençant le retrait de la cote. Chez Duvel, les crises ont également influencé la décision de retrait mais cela apparaît moins comme une évidence.

Le Président Duvel Belgium, lui, met plus l'accent sur l'« excès de transparence » que nécessite la cotation. En devant divulguer certaines décisions stratégiques à ses concurrents, le groupe brassicole perdait parfois son « first player advantage » face aux géants présents dans l'industrie. Ce facteur n'est pas présent dans la littérature sur les retraits volontaires or il paraît extrêmement pertinent, surtout dans les industries où la compétition est aussi féroce que dans le secteur de la bière. Néanmoins, il est développé dans les désavantages qu'une cotation implique (voir 1.4.2), démontrant la pertinence du problème.

Ensuite, si la bourse permet de lever des fonds pour financer des projets et soutenir la croissance, elle perd alors de son intérêt lorsque les perspectives de croissance sont faibles. Cette variable largement couverte en théorie (2.3.1.3) est confirmée par les deux dirigeants puisque leurs entreprises n'avaient, lors de leur retrait, pas un besoin de fonds particulièrement élevé.

De plus, comme une partie des auteurs dans la littérature le notent, le faible taux d'endettement implique que l'entreprise possède une marge non-négligeable pour effectuer

un retrait de la cote parfois très couteux. M. Macharis a abondé dans le même sens en mettant en exergue l'excellent bilan de VPK au moment du délisting, permettant ainsi à l'entreprise de se retirer dans les meilleures conditions possibles.

Finalement, M. Krug a mis le doigt sur un facteur inexistant dans la littérature mais qui se révèle être extrêmement pertinent. Selon le Président Duvel Belgium, la pression et l'exigence de résultats à court terme imposées par les investisseurs et analystes financières conduit parfois la firme à prendre des décisions non-optimales pour la pérennité de l'entreprise à long terme.

6.4.3 L'après retrait

Encore une fois, les deux entreprises tiennent des propos similaires concernant leur parcours depuis leur délisting. S'ils soulignent les bénéfices que la bourse leur a apportés, les deux dirigeants ne semblent nullement regretter leur décision de quitter Euronext Bruxelles. On ne peut que leur donner raison puisque leurs chiffres d'affaire a presque doublé depuis 2013 et que leurs entreprises sont très solides financièrement selon leurs dires et les chiffres qu'ils ont à disposition.

7 Limites et futures recherches

Comme tout travail, ce mémoire présente des limites qu'il est nécessaire de prendre en compte. Cela permet de rester vigilant quant aux conclusions tirées, de garder l'esprit critique et d'envisager de nouvelles pistes pour de futures recherches sur le sujet.

7.1 D'un point de vue théorique

- La littérature sur les retraits de la cote, et en particulier les retraits volontaires, est très hétérogène et les auteurs peinent à s'accorder sur des classifications précises. Pour ne prendre qu'un exemple, alors que pour certains, le retrait est volontaire tant qu'au moins un acteur de l'entreprise est impliqué, pour d'autres il doit venir des actionnaires historiques. Je n'affirme pas que les définitions et affirmations de ma partie théorique sont les uniques vérités. Cependant, elles semblaient être les plus pertinentes au vu des justifications établies dans la littérature.
- La théorie des coûts d'agence est un sujet vaste qui pourrait faire l'objet d'un mémoire en soi. Dans ce travail, les coûts d'agence n'ont été que brièvement abordés afin de rester concis et clair. Il serait peut-être pertinent d'investiguer ce facteur plus en profondeur tant il semble influencer indirectement bon nombre de variables explicitées dans ce mémoire.

7.2 D'un point de vue quantitatif

- L'échantillon des firmes qui se sont volontairement retirées est certes suffisamment grand pour mener à bien une analyse statistique mais il reste relativement restreint. Etendre la période mesurée pour obtenir un échantillon plus large viendrait renforcer la justesse des modèles statistiques et les conclusions obtenues n'en seraient que plus fiables (Owen et al., 2007).
- De plus, l'échantillon comporte une majorité de firmes cotées sur Euronext Paris et aucune firme des marchés pour les très petites structures (Euronext Access) de

par le manque de données disponibles. L'échantillon n'est donc pas très diversifié et cela joue certainement sur les résultats des différentes analyses.

- Le fait de travailler avec un groupe de contrôle apparié est apparu comme judicieux dans la littérature mais ce processus était loin d'être appliqué par tous les auteurs. Encore une fois, établir un groupe de contrôle avec cette méthode présente des avantages expliqués en 4.1.1.2 qui démontrent sa pertinence pour les analyses statistiques menées dans ce travail. Cependant, je n'ai nulle prétention de dire que ce processus est intrinsèquement meilleur qu'un autre.
- Toujours pour ce groupe de contrôle, les entreprises ont été appariées selon leur industrie afin de limiter l'impact de ce facteur sur les analyses et les résultats. Il aurait peut-être été judicieux d'également choisir la durée de cotation comme critère discriminant afin d'obtenir deux échantillons très similaires. Néanmoins, les dates d'IPO extrêmement difficiles voire impossibles à trouver pour de nombreux cas, empêchant ainsi d'utiliser la durée de cotation comme critère d'appariement.
- Enfin, il existe bien sur de nombreuses autres analyses statistiques (peut-être plus poussées) qui auraient pu être menées sur les données à disposition. Néanmoins, les tests statistiques et le modèle de régression logistique ont été couverts dans le cursus de Bachelier en Ingénieur de gestion et l'utilisation juste de ces outils statistiques était donc plus aisée pour un non-statisticien. De plus, selon Owen et al. (2007), ils permettent de tirer des conclusions fiables et pertinentes, justifiant pleinement leur emploi dans ce mémoire.
- Pour tester les différentes hypothèses que l'on retrouve en théorie, il a fallu faire des choix forts, notamment sur l'année à laquelle collecter les données ou encore sur les proxys qui permettent vérifier ces hypothèses. Bien que ces choix aient été justifiés de la manière la plus objective possible, il subsiste une part de subjectivité qui a sans doute influencé les résultats de ce travail. Les conclusions des différentes

parties sont à prendre avec esprit critique et sont évidemment faites pour être challengées.

7.3 D'un point de vue qualitatif

- Le retrait volontaire de la cote étant une décision hautement stratégique, peu de personnes sont généralement impliquées ce processus et celles-ci sont généralement très haut placées. Conséquemment, il est difficile de contacter personnellement de hauts dirigeants/actionnaires de firmes limitant le nombre de cas disponibles dans ce travail.
- La difficulté de trouver des interlocuteurs impliqués dans le retrait a conduit involontairement à interviewer deux entreprises assez semblables concernant leur parcours boursier. Il eut peut-être été plus intéressant d'avoir deux firmes très différentes pour ensuite confronter leurs opinions et en tirer plus d'enseignements.

7.4 Pour les prochaines études

- Une vraie comparaison internationale des facteurs influençant les retraits volontaires de la cote a déjà été tentée par A. A. Sannajust, M. et Teulon (2015) mais cela s'arrête là et nécessiterait d'avantage d'attention. De plus, si la littérature sur le sujet est relativement importante pour les bourses américaines et du Royaume-Uni, voire européennes dans une moindre mesure, le nombre d'études sur les bourses de pays émergents est par exemple presque inexistant. Des études sur les retraits (volontaires ou non) de cote dans ces régions viendraient compléter la littérature actuelle.
- Les articles traitant des retraits volontaires utilisent presque systématiquement des données récoltées dans des bases de données telles que Bloomberg. A ma connaissance, seul Block (2004) a tenté de mener son étude grâce à un sondage auprès de hauts-dirigeants. Pour les prochaines études, il serait, de mon point de vue, judicieux de tenter de collecter des données auprès des personnes impliquées

directement dans les retraits volontaires. Cela permettrait de pleinement saisir la stratégie qui se cache derrière les délistings et de mieux comprendre l'influence des coûts d'agence. Dans le même ordre d'idée, cela pourrait permettre de mener des analyses sur les firmes à très petites market cap ou start-ups comme sur Euronext Access dont les données financières sont extrêmement difficiles à obtenir.

- Etrangement, les crises financières ne sont que peu développées dans la littérature sur les GPT à ma connaissance alors que nos deux interlocuteurs les ont mentionnées spontanément. Il serait pourtant pertinent de comparer les raisons sous-jacentes à un retrait volontaire avant et après une crise et d'en tirer les conclusions nécessaires permettant aux marchés boursiers d'adapter leur stratégie pour éviter un exode massif en période de crise.

Conclusion

Les retraits volontaires de la cote sont devenus des phénomènes relativement courants sur les différentes places boursières mondiales. Bien que la littérature à ce sujet soit moins vaste que pour les IPO, plusieurs auteurs ont étudié les raisons sous-jacentes à ce type d'évènements si particuliers pour la stratégie d'une entreprise. D'abord dans les pays anglo-saxons où les Leveraged Buy Out ont pris de l'importance à partir des années 1980 puis, plus récemment, en Europe où les Buy Out Squeeze Out, ces retraits orchestrés par les actionnaires historiques, prennent de plus en plus de place. Dans cette littérature très hétérogène, les auteurs peinant à s'accorder ne fût-ce que sur la définition de retrait « volontaire », 12 facteurs reviennent néanmoins fréquemment.

Deux approches complémentaires ont permis de challenger ces hypothèses. Premièrement, un t-test et un modèle de régression logistique ont été réalisés sur un échantillon de 56 firmes qui se sont retirées des marchés Euronext via BOSO et leur groupe de contrôle apparié entre 2011 et 2017. Cela a permis de mettre en avant les indicateurs « comptables » qui sont annonciateurs d'un retrait volontaire proche. Ensuite, deux hauts dirigeants d'entreprises belges ont répondu à un entretien semi-directif, permettant de mieux ressentir la stratégie « réelle » au-delà des chiffres dans ce type d'opérations.

De ces différentes analyses, le manque de liquidité des titres apparaît comme un facteur décisionnel clé par rapport à la décision de se retirer volontairement de la cote puisque réduisant l'attrait de l'entreprise auprès des acteurs boursiers. Il est extrêmement significatif dans toutes les analyses quantitatives réalisées et est confirmé par les deux cas sur Euronext Bruxelles. Cette constatation abonde dans le sens de nombreux auteurs ayant testé cette variable (table A)

Concernant la visibilité sur les marchés financiers, les avis sont partagés. En théorie, des auteurs comme Ehn (2016) ou Mehran et Peristiani (2010) ont testé et démontré

qu'une diminution de cette variable réduit les bénéfices d'une cotation, entraînant alors un retrait volontaire chez les firmes qui la subissent. Cependant, le modèle de régression logistique indique que la visibilité et la probabilité de se retirer de la bourse sont positivement reliées. De plus, M.Krug souligne que le fait de devoir divulguer des informations stratégiques clés qui sont ensuite étudiées par les analystes et les concurrents est une des raisons qui a poussé Duvel à se retirer volontairement de la cote. Il est donc délicat de prendre une décision formelle.

On peut affirmer avec plus de certitude que la sous-évaluation des entreprises cotées est un élément pouvant mener à une radiation volontaire de ses titres. Le modèle logit confirme l'hypothèse selon laquelle les firmes touchées par ce problème sont d'autant plus tentées de tourner le dos aux marchés financiers afin de profiter de leur performance réelle sans subir les désagréments qu'entraîne une mauvaise évaluation (table A). Dans le même esprit, les deux dirigeants interviewés pointent les différentes crises boursières et la sous-évaluation inévitable de leurs titres qui en a découlé comme des phénomènes qui ont remis en cause leur cotation.

La taille des entreprises, leur levier financier et de faibles perspectives de croissance semblent également influencer la décision de se retirer volontairement de la cote. Toutefois, seule l'analyse de régression logistique confirme que les petites entreprises ont plus de mal à supporter les coûts élevés d'une cotation. A l'inverse, malgré des analyses statistiques non-significatives, les entreprises belges interrogées sont sorties de la bourse parce qu'elles n'avaient pas besoin de fonds pour financer la croissance et qu'elles avaient un bon levier financier leur garantissant une marge de manœuvre dans le processus onéreux de retrait. Il n'est pas surprenant d'observer des résultats mitigés pour ces variables car cela se reflète également dans les résultats des années antérieures (table A).

Ensuite, bien que présentes en théories, les hypothèses de faible performance, profitabilité ou la présence élevée de free cash flows n'ont pu être vérifiées par aucune des méthodes dans ce travail. On ne peut donc pas confirmer leur influence sur la probabilité

de se délistier. Ce n'est pas étonnant pour les Free Cash Flows tant les auteurs qui ont tenté de démontrer cette influence ont eu des difficultés à trouver des résultats significatifs (table A).

Finalement, après comparaison avec les travaux précédents, on remarque que les conclusions sont semblables à celles d'écrits réalisés sur des échantillons aux caractéristiques différentes (LBO, lieu de l'étude, période couverte, etc.). Il serait alors raisonnable de penser que certaines causes des retraits volontaires soient « universelles », indépendantes de l'espace-temps considéré et du type de transaction (LBO ou BOSO). Cependant, il serait intéressant de mener des études basées sur des données plus qualitatives de type interviews ou sondages afin d'investiguer de nouvelles pistes de recherche. Par exemple, le Président de Duvel Belgium a nommé l'extrême pression à court terme exercée par les analystes et les investisseurs comme un facteur influençant leur retrait volontaire d'Euronext Bruxelles. En accumulant les témoignages, on pourrait alors tester et confirmer/affirmer de nouvelles hypothèses concernant les retraits volontaires.

Bien sûr, ce travail et les conclusions qui en découlent doivent être considérées avec esprit critique, en tenant compte des limites explicitées précédemment.

Bibliographie

- Achleitner, A.-K., Betzer, A., Goergen, M., & Hinterramskogler, B. (2013). Private Equity Acquisitions of Continental European Firms: the Impact of Ownership and Control on the Likelihood of Being Taken Private. *European Financial Management*, 19(1), 72-107. doi:10.1111/j.1468-036X.2010.00569.x
- Alphonse, P., Desmuliers, G., Grandin, P., & Levasseur, M. (2013). *Gestion de portefeuille et marchés financiers*. France: Pearson.
- Angrand, M., & Protard, M. (2014). HUIT INVESTISSEURS DEVRAIENT PRENDRE 25% À 30% D'EURONEXT Retrieved from <http://www.capital.fr/entreprises-marches/huit-investisseurs-devraient-prendre-25-a-30-d-euronext-925382>
- Antoine, J., & Capiiau-Huart, M.-C. (2012). *Titres et bourse: Marchés - Transactions - Placements* (3 ed. Vol. 2). Bruxelles: Larcier.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2010). Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(02), 489-526. doi:10.1017/s0022109010000761
- Balios, D., Eriotis, N., Missiakoulis, S., & Vasiliou, D. (2014). Delisted versus voluntary delisted versus remain listed: an ordered analysis. *Applied Economics Letters*, 22(1), 66-70. doi:10.1080/13504851.2014.927559
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2001). European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings. *European Financial Management*, 7(2), 213-236.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2009). Why Do European Firms Go Public? *European Financial Management*, 15(4), 844-884. doi:10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
- Barden, R. S., Copeland, J. E., Jr, Hermanson, R. H., & Wat, L. (1984). Going public - what it involves: A framework for providing advice to management. *Journal of Accountancy*, 63-76.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.
- Becker, B., & Pollet, J. (2008). *The decision to go private*. Emory University.
- Belkhir, M., Boubaker, S., & Rouatbi, W. (2013). Excess control, agency costs and the probability of going private in France. *Global Finance Journal*, 24(3), 250-265. doi:10.1016/j.gfj.2013.10.002
- Bharath, S., Dittmar, A., & Sivadasan, J. (2014). Do Going-Private Transactions Affect Plant Efficiency and Investment? *Review of Financial Studies*, 27(7), 1929-1976. doi:10.1093/rfs/hhu027

- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2010). Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *Review of Financial Studies*, 23(5), 1771-1818.
doi:10.1093/rfs/hhq016
- Bhattacharya, S., & Ritter, J. R. (1983). Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure. *Review of Economic Studies*, 50(2), 331-346.
- Block, S. (2004). The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study. *Journal of Applied Finance*, 14(1), 36-44.
- Boot, A. W. A., Gopalan, R., & Thakor, A. V. (2006). The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership. *Journal of Finance*, 61(2), 803-836.
doi:doi:10.1111/j.1540-6261.2006.00855.x
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 291-310.
- Bortolon, P. M., & Silva Junior, A. d. (2015). Determining Factors for Delisting of Companies Listed on BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 140-153. doi:10.1590/1808-057x201500910
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
- Brau, James C., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*. *The Journal of Business*, 76(4), 583-612.
doi:10.1086/377032
- Brau, J. C., & Ryan, P. A. D., I. (2006). Initial Public Offerings: CFO Perceptions. *Financial Review*, 41(4), 483-511.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (7th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brennan, M. J. F., J. . (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45(3).
- Chaplinsky, S., & Ramchand, L. (2012). What drives delistings of foreign firms from U.S. Exchanges? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(5), 1126-1148. doi:10.1016/j.intfin.2012.06.003
- Charitou, A., Louca, C., & Vafeas, N. (2007). Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(2), 249-262. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2007.02.006
- Chemmanur, T. J. F., P. . (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279.
- Chen, G., & Tsurumi, H. (2010). Probit and Logit Model Selection. *Communications in Statistics - Theory and Methods*, 40(1), 159-175. doi:10.1080/03610920903377799
- Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2005). An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129.
doi:10.1093/rfs/hhi010

- Croci, E., & Giudice, A. D. (2014). Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe. *European Financial Management*, 20(2), 374-405. doi:doi:10.1111/j.1468-036X.2011.00640.x
- Dalmas, J. (1999). COMMUNICATION FINANCIÈRE ET INTRODUCTION EN BOURSE. *Legicom*, 3(19), 3-8. doi:DOI 10.3917/legi.019.0003
- Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159-176. doi:10.1016/j.jbankfin.2017.09.006
- Demers, E., & Lewellen, K. (2003). The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 413-437. doi:10.1016/s0304-405x(03)00072-2
- Desbrières, P., & Schatt, A. (2002). The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5), 695-729.
- Djama, C., Martinez, I., & Serve, S. (2012). What do we know about delistings? A survey of the literature. *Comptabilités et innovation*.
- Doidge, C. G., Karolyi, A., & Stulz, R. M. (2010). Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets? *The Journal of Finance*, 65(4), 1507-1553.
- Duplat, C.-A. (1987). *La bourse démystifiée* (4 ed.). Paris: Les éditions d'organisation.
- Ehn, L. (2016). FACTORS INFLUENCING THE GOING PRIVATE DECISION - A HAZARD MODEL APPROACH. *Corporate Ownership & Control*, 13(2).
- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2007). The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 116-145. doi:10.1016/j.jacceco.2006.07.002
- Enternext. Nos marchés.
- Enternext. Pourquoi s'introduire en bourse?
 . Retrieved from <https://www.enternext.biz/fr/enternext/non-cotee/financer-votre-croissance/pourquoi-s-introduire-en-bourse>
- Euronext. Retrieved from <https://www.euronext.com/en>
- Euronext. Euronext Access. Retrieved from <https://www.euronext.com/fr/listings/euronext-access>
- Euronext. Frais de cotation. Retrieved from <https://www.euronext.com/fr/levee-de-capitaux/procedures-admission-obligations-application/frais-de-cotation>
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Foucart, T. (2006). Colinéarité et régression linéaire. *Mathématiques et sciences humaines*(173). doi:10.4000/msh.2963
- Gleason, K., Payne, B., & Wiggernhorn, J. (2007). AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF GOING PRIVATE DECISIONS OF U.S. FIRMS. *JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE*, 31(2), 207-218.
- GUO, S. E., S, H., & SONG, W. (2011). Do Buyouts (Still) Create Value? *The Journal of Finance*, 66(2), 479-517.

- Gupta, P., Damouni, N., & Roumeliotis, G. (2013). Dell to go private in landmark \$24.4 billion deal Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-dell-buyout/dell-to-go-private-in-landmark-24-4-billion-deal-idUSBRE9140NF20130206>
- Intercontinental Exchange - ICE Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/i/intercontinentalexchange.asp>
- Investopedia. (2018). Share turnover. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/s/shareturnover.asp#ixzz5NFxfycDD>
- Jacquillat, B. (1989). *L'Introduction en Bourse* (1st ed.). Paris: Presses universitaires de France
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, T. M. H., R. O. (1991). The Ethics of Leveraged Management Buyouts Revisited. *Journal of Business Ethics*, 10(11), 833-840.
- Kang, S. M. (2017). Voluntary Delisting In Korea: Causes And Impact On Company Performance. *Journal of Applied Business Research*, 33(2).
- Kaplan, S. (1989). The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Kashefi Pour, E., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860.
doi:10.1016/j.jbankfin.2013.08.022
- Kieschnick, R. L. (1998). FREE CASH FLOW AND STOCKHOLDER GAINS IN GOING PRIVATE TRANSACTIONS REVISITED. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1), 187-202.
- Kim, W., & Weisbach, M. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective☆. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.
doi:10.1016/j.jfineco.2006.09.010
- Kim, W. S., & Lyn, E. O. (1991). GOING PRIVATE: CORPORATE RESTRUCTURING UNDER INFORMATION ASYMMETRY AND AGENCY PROBLEMS. *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(5), 637-648.
- Lagneau-Ymonet, P., & Riva, A. (2015). *Histoire de la Bourse*. Paris: La Découverte.
- Le Nadant, A. L., & Perdreau, F. (2006). Financial profile of leveraged buy-out targets: some French evidence. *Review of Accounting and Finance*, 5(4), 370-392.
doi:10.1108/14757700610712444
- Le Saout, E. (2016). *Introduction aux marchés financiers*. France: Economica.
- Lehmann, P. J. (2014). *Économie des marchés financiers*. Belgique: De Boeck Supérieur.

- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions.
- Leuz, C., Triantis, A., & Yue Wang, T. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 181-208. doi:10.1016/j.jacceco.2008.01.001
- LSE. (2002). *A Practical Guide to Listing*. Retrieved from
- Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008). Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. *Journal of Law and Economics*, 51(4), 683-713.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.
- Martinez, I., & Serve, S. (2011a). The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 31(4), 228-239. doi:10.1016/j.irle.2011.07.001
- Martinez, I., & Serve, S. (2011b). Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France. [Earnings Management and Voluntary Delisting: The Case of BOSOs in France]. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 17(1), 7-35. doi:10.3917/cca.171.0007
- Martinez, I., & Serve, S. (2017). REASONS FOR DELISTING AND CONSEQUENCES: A LITERATURE REVIEW AND RESEARCH AGENDA. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 733-770. doi:doi:10.1111/joes.12170
- MAUPIN, R. J., BIDWELL, C. M., & ORTEGREN, A. K. (1984). AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF THE CHARACTERISTICS OF PUBLICLY-QUOTED CORPORATIONS WHICH CHANGE TO CLOSELY-HELD OWNERSHIP THROUGH MANAGEMENT BUYOUTS. *Journal of Business Finance & Accounting*, 11(4), 434-450.
- McDonald, J. H. (2014). *Handbook of Biological Statistics* (3 ed.). Baltimore, Maryland: Sparky House Publishing.
- Mehran, H., & Peristiani, S. (2010). Financial Visibility and the Decision to Go Private. *Review of Financial Studies*, 23(2), 519-547. doi:10.1093/rfs/hhp044
- Michelsen, M., & Klein, C. (2011). "Privacy please!" The public to private decision in Germany. *Review of Managerial Science*, 5(1), 49-85. doi:10.1007/s11846-010-0046-1
- Nielsson, U. (2009). Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext. *Journal of Financial Markets*, 12(2), 229-267.
- Opler, T., & Titman, S. (1993). The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, 48(5), 1985-1999.
- Owen, W. J., Wackerly, D., Mendenhall, W., & Scheaffer, R. L. (2007). *Mathematical Statistics with Applications*. Brooks/Cole Cengage Learning.

- Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model. *European Economic Review*, 37(5), 1101-1125.
- Pfister, M., & von Wyss, R. (2010). Delistings of secondary listings: price and volume effects. *Financial Markets and Portfolio Management*, 24(4), 395-418. doi:10.1007/s11408-010-0141-y
- Pietrancosta, A. (2014). *Going private transactions in France*. Retrieved from
- Pohlhausen, T. E. (2003). The Market for Leveraged and Management Buyouts *Technology Buyouts: Valuation, Market Screening Application, Opportunities in Europe* (pp. 5-13). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- . Preparatory Considerations for Value Creation Analysis in LBOs on Investment Level. (2007) *Value Creation in Successful LBOs* (pp. 31-65). Wiesbaden: Gabler.
- Rao, S. M., Waters, M. S., & Payne, B. (1995). GOING PRIVATE: A FINANCIAL PROFILE. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 8(3), 53 - 59.
- Renneboog, L., Simons, T., & Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 591-628. doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.04.005
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations *The Journal of Finance*, 54(4).
- Sannajust, A. (2009). *Motivations et Conséquences des opérations de retrait de la cote: une étude internationale*. Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I. Retrieved from <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00521176> Univ-lyon2
- Coactis
- Shs
- Univ-st-etienne database.
- Sannajust, A. A., M. , & Teulon, F. (2015). Motivations Of Public To Private Transactions: An International Empirical Investigation. *Journal of Applied Business Research*, 31(1), 16.
- Schneider, C. W., Manko, J. M., & Kant, R. S. (1981). Going Public: Practice, Procedure, and Consequences. *Villanova Law Review*, 27, 1-51.
- Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse. Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue française de gestion*, 31(158), 225-244. doi:10.3166/rfg.158.225-244
- Simons, T., & Renneboog, L. (2005). Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.796047
- Snipes, M., & Taylor, D. C. (2014). Model selection and Akaike Information Criteria: An example from wine ratings and prices. *Wine Economics and Policy*, 3(1), 3-9. doi:10.1016/j.wep.2014.03.001
- Soir, L. (2014). La SFPI va entrer au capital d'Euronext

- Retrieved from <http://www.lesoir.be/archive/recup/528754/article/actualite/fil-info/fil-info-economie/2014-04-25/sfpi-va-entrer-au-capital-d-euronext>
- Spiegel, M., & Tookes, H. (2007). *Dynamic Competition, Innovation and Strategic Financing*. Yale University.
- Stoughton, N. M., Wong, K. P., & Zechner, J. (2001). IPOs and product quality. *Journal Of Business*, 74(3), 375-408.
- Straska, M., Waller, G., & Yu, Y. (2012). Does investment improve when firms go private? *Managerial Finance*, 38(2), 124-142. doi:10.1108/03074351211193695
- Thiétart, R. A. (2007). *Méthodes de recherche en management*. Dunod.
- Thomsen, S., & Vinten, F. (2014). Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996–2004. *Journal of Management & Governance*, 18(3), 793-833. doi:10.1007/s10997-013-9256-7
- Thornton, E. (2004). A Little Privacy, Please. *BusinessWeek*(3884), 74-75.
- Tutino, M., Panetta, I. C., & Laghi, E. (2013). Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence. *Journal on Business Review*, 2(4), 218-223. doi:10.5176/2010-4804_2.4.273
- Ventoruzzo, M. (2010). Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*, 50(4), 841-917.
- Weir, C., Jones, P., & Wright, M. (2013). Public to private transactions, private equity and financial health in the UK: an empirical analysis of the impact of going private. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 91-112. doi:10.1007/s10997-013-9270-9
- Weir, C., Laing, D., & Wright, M. (2005a). Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5), 909-943.
- Weir, C., Laing, D., & Wright, M. (2005b). Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, 15(13), 947-961. doi:10.1080/09603100500278221
- Weir, C., & Wright, M. (2006). Governance and takeovers: are public-to-private transactions different from traditional acquisitions of listed corporations? *Accounting and Business Research*, 36(4), 289-307. doi:10.1080/00014788.2006.9730029
- Weir, C., Wright, M., & Scholes, L. (2008). Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity. *Applied Financial Economics*, 18(10), 801-819. doi:10.1080/09603100701222283
- Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Upper Saddle River (New Jersey): Prentice Hall.
- WFE. (2018). Monthly Reports. Retrieved from <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

- Yamashita, T., Yamashita, K., & Kamimura, R. (2007). A Stepwise AIC Method for Variable Selection in Linear Regression. *Communications in Statistics - Theory and Methods*, 36(13), 2395-2403. doi:10.1080/03610920701215639
- Yin, R. K. (2013). *Case Study Research: Design and Methods*: SAGE Publications.
- You, L., Parhizgari, A. M., & Srivastava, S. (2012). Cross-listing and subsequent delisting in foreign markets. *Journal of Empirical Finance*, 19(2), 200-216. doi:10.1016/j.jempfin.2011.11.005
- Yousfi, O. (2007). *Le rôle de la dette dans le LBO : une revue de la littérature*. Retrieved from
- Zambelli, S. (2008). THE DARK SIDE OF LBOS. PRIVATE EQUITY INVESTORS BE FOREWARNED! *Corporate Ownership & Control*, 5(4), 59-78.

Annexes

A. Tableau récapitulatif des études empiriques sur les retraits volontaires

Auteurs	Lieu	Echantillon	Liquidité	Visibilité	Croissance	Div.	Levier financier	Taille	Sous-évaluation	Perf.	Profit.	FCF
Kang (2017)	Corée du Sud	34 GPT (1996-2012) + groupe de contrôle apparié			+		NS (total debt/ assets)	NS (log (total assets))				
Ehn (2016)	Etats-Unis	188 GPT (1990 à 2013) + groupe de contrôle		- (analyst cov)			NS (total debt/ assets)	- (log (market cap))	+	- (ROA)		- (FCF/total assets)
A. A. Sannajust, M. et Teulon (2015)	Etats-Unis, Europe et Asie	535 GPT dont 102 en Europe, 153 au Royaume-Uni, 209 aux Etats-Unis et 71 en Asie (2000 - 2010) + groupe de contrôle apparié			- (Q ratio)		NS (total debt/ assets)		+			NS (FCF)
Bortolon et Silva Junior (2015)	Brésil	227 retraits volontaires (2001 and 2012) + groupe de contrôle apparié	- (volume)		- (revenue growth)	NS (div yield)	NS (total debt/ assets)	+				
Thomsen et Vinten (2014)	Royaume-Uni et Europe	577 GPT de 21 pays (1995–2005)	- (volume)		- (sales growth)				+	- (ROA)		
Croci et Giudice (2014)	Europe de l'ouest	429 GPTs (1999–2005)							+			
Balios, Eriotis, Missiakoulis, et Vasiliou (2014)	Grèce	239 GPT (2004 to 2012)	- (volume)				+				NS (Net income/sales)	
Tutino et al. (2013)	Italie	53 GPT (2001-2011) + groupe de contrôle apparié			+	- (div yield)	NS (total debt/ assets)		NS (market to book)		NS (ROE)	NS (FCF/total assets)

Auteurs	Lieu	Echantillon	Liquidité	Visibilité	Croissance	Div.	Levier financier	Taille	Sous-évaluation	Perf.	Profit.	FCF
Kashefi Pour et Lasfer (2013)	Royaume-Uni	380 retraits dont 155 retraits volontaires (1995–2009) + groupe de contrôle apparié	NS (log (volume))	NS (plusieurs proxys)	- (sales growth rate)		+ (total debt/total assets)	NS (Log market value of equity)		- (ROA)		
Belkhir et al. (2013)	France	161 retraits volontaires (1997-2009) + groupe de contrôle			NS (Annual increase in sales during last three years)				+ (book hold abnormal returns)			+ (FCF)
Achleitner et al. (2013)	Europe	115 LBO (1997–2007) + groupe de contrôle apparié	- (traded volume/# of shares)				- (total debt/ total assets)					NS (FCF/total assets)
Chaplinsky et Ramchand (2012)	Etats-Unis	724 retraits des firmes étrangères des bourses américaines (1962–2016)			- (Q ratio)			- (total assets)			- (ROA)	
Michelsen et Klein (2011)	Allemagne	52 GPT for the period (1996–2004) + groupe de contrôle apparié	- (volume)		NS (sales growth)	NS (div yield)	- (total debt/ total assets)	- (market cap)	+ (market to book)		- (ROCE)	NS (FCF/BVE)
Martinez et Serve (2011a)	France	70 BOSO (1997–2006) + groupe de contrôle apparié	- (total turnover (volume))	- (analyst cov)	NS (sales growth)		- (total debt/ total assets)	- (log (total assets))	NS (market to book)	- (ROA, ROE)		
Mehran et Peristiani (2010)	Etats-Unis	262 GPT dont 169 LBOs (1990–2007) + groupe de contrôle	- (volume/ mar. cap)	- (analyst recom.)				- (log (total sales))		- (ROA)		

Auteurs	Lieu	Echantillon	Liquidité	Visibilité	Croissance	Div.	Levier financier	Taille	Sous-évaluation	Perf.	Profit.	FCF
Doidge, Karolyi, et Stulz (2010)	Etats-Unis	141 retraits volontaires (2002–2008)			- (sales growth & Q ratio)		- (total debt/ total assets)			- (ROA)		
S. T. Bharath et Dittmar (2010)	Etats-Unis	1023 GPT (1980–2004) + groupe de contrôle	- (turnover)	- (analyst coverage)			+ (total debt/total assets)		+ (market to book)			
Aslan et Kumar (2010)	Royaume-Uni	274 GPT dont 157 LBO (1996–2006) + groupe de contrôle		- (plusieurs proxys)	- (change in sales)		- (total debt/ total assets)	- (log total assets)	+ (market to book)		- (ROA)	NS (FCF/turnover)
Leuz et al. (2008)	Etats-Unis	484 Going Dark et 436 GPT (1998–2004) + groupe de contrôle			- (assets growth)		+ (long term debt / assets)	- (total assets)		- (stock ret.)		
Weir, Wright, et Scholes (2008)	Royaume-Uni	115 GPT (1998–2001) + groupe de contrôle					NS (FCF)			- (log (total assets))		
Becker et Pollet (2008)	Etats-Unis	GPT (1981 and 2006) + control group			- (sales growth rate)			- (market cap)	+ (market to book)			
(Gleason et al., 2007)	Etats-Unis	221 GPT (1999-2003)			+ (price to book)		+ (financial leverage)	- (log (total assets))			- (ROE)	
Renneboog et al. (2007)	Royaume-Uni	177 LBO (1997–2003)							NS (plusieurs proxys)			NS (FCF)

Auteurs	Lieu	Echantillon	Liquidité	Visibilité	Croissance	Div.	Levier financier	Taille	Sous-évaluation	Perf.	Profit.	FCF
Engel et al. (2007)	Etats-Unis	237 GPT (1998–2005) + groupe de contrôle apparié	- (share turnover)							- (market value)		
Le Nadant et Perdreau (2006)	France	175 LBO, (1996-2002) + groupe de contrôle			NS (growth rate of turnover)		NS (total debt/equity)				- (ROE)	+ (FCF/ turnover)
Weir et Wright (2006)	Royaume-Uni	96 LBO (1998–2000) et 258 acquisitions			- (average percentage change in sales)							NS (3-year average % FCF deflated by sales)
Weir et al. (2005b)	Royaume-Uni	84 LBO (1998–2000) + groupe de contrôle apparié			NS (average percentage change in sales)				+ (market cap)			NS (3-year average % FCF deflated by sales)
Weir et al. (2005a)	Royaume-Uni	95 LBO (1998–2000) + groupe de contrôle apparié			- (average percentage change in sales)					NS (ROA ; ROE)		NS (3-year average % FCF deflated by sales)
Kieschnick (1998)	Etats-Unis	263 LBO (1980–1987) + groupe de contrôle apparié			NS (annual percent increase in net sales)			- (market value of equity)				NS (FCF)

Auteurs	Lieu	Echantillon	Liquidité	Visibilité	Croissance	Div.	Levier financier	Taille	Sous-évaluation	Perf.	Profit.	FCF
Rao et al. (1995)	Etats-Unis	118 PTP (1981-1992)			- (sales growth)	+ (div yield)	NS (total debt/ as-sets)	NS (total as-sets)	NS (Price to book)			+ (FCF)
W. S. Kim et Lyn (1991)	Etats-Unis	53 LBO (1976-1984) + groupe de contrôle			- (sales growth)			- (total as-sets)	+ (market to book ratio)			+ (FCF)
Lehn et Poulsen (1989)	Etats-Unis	263 LBO (1980-1987) + groupe de contrôle apparié			- (sales growth)							
MAUPIN et al. (1984)	Etats-Unis	63 MBO (1973-1983) + groupe de contrôle apparié				+ (div yield)			+ (price to book)			

B. Conditions d'accès Euronext

		Euronext ACCESS	Euronext ACCESS+	Euronext GROWTH
Admission Initiale	Capital Flottant	Non applicable	€1m	€2.5m
	Etats financiers	2 dernières années (comptes audités non requis)	2 dernières années (incluant la dernière année de comptes audités)	2 dernières années de comptes audités
	Normes comptables	IFRS ou local GAAP		
	Intermédiaire	Listing Sponsor		
	Document principal à fournir	Document d'information* (*ou Prospectus UE en cas d'offre au public)		Document d'information ou Prospectus UE
Obligations permanentes	Information financière annuelle	Oui mais en application de la réglementation légale locale	Rapport annuel audité	
	Information financière semi-annuelle	Non requis	Rapport semi-annuel non audité	
	Informations susceptibles d'influer sur les cours, liste d'initiés, sondage de marché (Directive Abus de marché)	Applicable (Directive Abus de marché)		
	Declaration des transactions (Directive Abus de marché)	Applicable (Directive Abus de marché)		
	Declarations de franchissements de seuils (détection du capital et droits de vote)	Non applicable		Applicable
	Anti-blanchiment	Applicable		
	Intermediaire	Non requis	Listing Sponsor	
	Site Internet	Oui		

Source : (Euronext)

C. Choix des proxys

Les proxys choisis dans les différentes analyses statistiques ont été choisis de par leur définition mais aussi de sorte qu'ils soient comparables entre les différentes firmes (e.g. ratios). Voici les différents proxys explicités :

- Vol/Shares pour la liquidité : aussi appelé « Share turnover », est le nombre d'actions échangées en moyenne sur une période divisé par le nombre d'oustanding shares sur la même période (Investopedia, 2018).
- AnalystsRec. pour la visibilité: le nombre de recommandations faites par les analystes pour le titre mesurant ainsi son attrait potentiel auprès des investisseurs. C'est le proxy le plus accepté par la communauté scientifique selon Mehran et Peristiani (2010)
- Sales growth : croissance des ventes reflétant la croissance globale d'une entreprise ; proxy utilisé notamment par Thomsen et Vinten (2014)
- DvdYld : le dividend yield indique combien de dividende un actionnaire toucherait pour 10€ investis. Par exemple, si le dividend yield est de 6%, un tier qui investit 100€ toucherait 6€ en dividendes (Brealey et al., 2012).
- Tdebt/tassets : mesure du levier financier qui prend en compte toutes les dettes (à court et long terme) (Brealey et al., 2012)
- TotAssets : représente les actifs comptables de la firme ; est une mesure très courante et pertinente pour mesurer la taille d'une entreprise (Dang, Li, & Yang, 2018)
- PriceToBook : ratio de la valeur du marché sur la valeur comptable de la firme ; un faible ratio peut alors laisser penser que la firme est sous-évaluée (Brealey et al., 2012).
- ROA et ROE : ratios connus et inutiles à développer outre mesure qui représentent des mesures de la performance/profitabilité générale d'une entreprise (Brealey et al., 2012).

- FCF/TA : ratio analogue au ROA permet de comparer les cash flows de deux entreprises (Achleitner et al., 2013)

D. Procédure de Squeeze Out sur Euronext Bruxelles

Eta pes	Délai	Art.	Offrant	FSMA	Société visée	Entreprise de marché	Action- naires
		De l'initiative de l'offrant à l'acceptation définitive par la FSMA					
1		3	Avis + projet de prospectus + rapport de l'expert				
2	1 jour	7		Publication de l'avis			
3	15 jours	10/1					Griefs
4	15 jours	10/2		Remarques éventuelles et, le cas échéant, éventuellement publiées			
5	15 jours	11	Si remarques FSMA, modification de l'offre	Si non, faculté d'injonction			
6				Si non-réponse, non-approbation du prospectus			
6'	5 jours	15 et 16		Si approbation du prospectus, ... Approbation du mémoire en réponse	... Projet de mémoire en réponse		
		De l'acceptation de l'offre à la radiation des titres					
7	Entre 2 et 10 semaines						Acceptation de l'offre
8	5 jours		Publication résultats de l'offre et nombre de titres détenus				
9	10 jours		Païement du prix				
10			Les titres non présentés étant transférés de plein droit à l'offrant, consignation des fonds nécessaires à leur paiement futur à ...				... leurs anciens propriétaires
11						Radiation des titres	

Le tableau de la page précédente est tiré de l'ouvrage de Antoine et Capiou-Huart (2012, pp. 332). Les articles font référence aux articles de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprises.

E. Guides d'entretiens semi-directifs

Entreprise	VPK Packaging
Date	24 Juillet
Interlocuteur	Pierre Macharis
Type d'entretien	Interview semi-directive par téléphone
Sujets couverts	• L'introduction en bourse de la firme et les raisons sous-jacentes ; • Le parcours boursier de la firme, l'utilité de la cotation ; • La décision de se retirer de la cote : quand ? pourquoi ? Principales raisons qui ont poussé l'entreprise à sortir de la cote • Influence de l'industrie et des crises financières sur le parcours boursier • L'après retrait ? Rétrospective sur la période boursière ? Bonne ou mauvaise chose ?

Entreprise	Duvel Moortgat
Date	27 Juillet
Interlocuteur	Pierre Macharis
Type d'entretien	Interview semi-directive par téléphone
Sujets couverts :	• L'introduction en bourse de la firme et les raisons sous-jacentes ; • Le parcours boursier de la firme, l'utilité de la cotation ; • La décision de se retirer de la cote : quand ? pourquoi ? Principales raisons qui ont poussé l'entreprise à sortir de la cote • Influence de l'industrie et des crises financières sur le parcours boursier • L'après retrait ? • Rétrospective sur la période boursière ? Bonne ou mauvaise chose ?