

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Pourquoi introduire en bourse une filiale ?



Par **Edith Ginglinger**, professeur à l'université Paris-Dauphine

L'accueil des introductions en bourse de filiales par le marché est positif : la réaction des cours des actions du cédant à l'annonce de l'opération est en moyenne de + 1,9 % pour l'introduction d'une participation minoritaire.

Plusieurs introductions en bourse de filiales de groupes ont eu lieu durant l'année écoulée : c'est ainsi le cas en décembre 2009 de CFAO (groupe PPR) pour 50 % de son capital, et de Enel Green Power (groupe italien Enel), pour 30 % du capital en novembre 2010. A la date de l'introduction en bourse, le groupe cédant reste majoritaire dans le capital : on parle d'opérations d'equity carve-out, qui diffèrent des cessions totales ou des scissions (spin-off comme dans le cas Accor/Edenred). Le nombre de filiales cotées (détenues à plus de 50 % par un groupe coté) varie considérablement selon les pays. 47 % des firmes cotées en Allemagne sont des filiales de groupe alors que cette proportion est d'environ 15 % en Chine et en France et de 20 % aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni. Ces filiales peuvent être cotées parce qu'elles l'étaient avant d'être rachetées par le groupe, qui décide de ne pas les retirer du marché, ou parce qu'elles ont été introduites en bourse.

Quel est l'intérêt de cette opération pour les investisseurs ? Quelles sont les raisons pour lesquelles un groupe peut envisager la mise sur le marché d'une filiale et quelles en sont les conséquences pour sa valorisation ? L'accueil des introductions en bourse de filiales par le marché est positif : la réaction des cours des actions du cédant à l'annonce de l'opération est en moyenne de + 1,9 % pour l'introduction d'une participation minoritaire.

Comment expliquer ces anticipations de création de valeur ? En premier lieu, les études soulignent que la performance opérationnelle de la filiale augmente après l'opération. Cette amélioration pourrait résulter des incitations plus efficaces des dirigeants de la filiale cotée : en effet, ceux-ci ont désormais une valeur de marché à gérer, qui leur donne un retour immédiat sur l'appréciation de leurs décisions. Leur rémunération est plus directement liée à l'évolution du cours de l'action, et une plus grande autonomie permet le cas échéant des décisions plus rapides.

Une seconde explication de l'anticipation d'une meilleure valorisation par le marché est la plus juste appréciation du portefeuille d'activités de la firme. Alors qu'elle était peu visible en tant que filiale non cotée, l'activité introduite est désormais scrutée par les analystes, la presse, les investisseurs, qui procurent

tous de l'information sur la valorisation. On peut anticiper un suivi plus efficace du groupe cédant par les analystes financiers. Le nombre d'analystes suivant le groupe augmente en moyenne après une introduction partielle d'une filiale (de 16 à 19, aux Etats-Unis). Ainsi, l'introduction de Wanadoo et d'Orange en 2000 (toutes deux retirées en 2004) illustre ce souhait de visibilité plus grande des activités de croissance de France Telecom qui était encore à l'époque essentiellement un opérateur de téléphonie fixe. Aujourd'hui, les groupes énergétiques mettent en avant leurs activités tournées vers le développement durable (exemple Enel Green Power ou EDF Energies nouvelles).

Pour le groupe cédant, l'opération permet de récupérer des fonds lors de la cession de la participation, ce qui facilite l'octroi de financements à d'autres activités du groupe, considérées comme plus stratégiques ou permet un désendettement et l'amélioration de sa notation. La dette du groupe peut être répartie inégalement entre les deux entités, et il est possible de privilégier un faible endettement pour l'activité dont la croissance anticipée est la plus élevée. Des transferts de richesse entre créanciers et actionnaires du groupe cédant sont possibles, en présence d'une variation du taux d'endettement ou parce que les actifs résiduels servant de garantie aux créanciers ont une valeur moindre. D'autres difficultés peuvent apparaître, comme l'illustre le différend qui a opposé Rhodia (filiale regroupant les activités chimiques de Rhône Poulenc, introduite en bourse en 1998) à son ex-maison mère, Sanofi-Aventis, pour l'indemnisation de ses risques environnementaux.

47 % des firmes cotées en Allemagne sont des filiales de groupe contre 15 % en Chine et en France, et 20 % aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

L'introduction en bourse d'une filiale permet également d'offrir plus de flexibilité de financement. Le groupe a désormais la possibilité de se financer par le biais d'une émission de ses actions ou de celles de sa filiale. Certaines études montrent que des groupes sous-évalués par le marché introduisent des filiales potentiellement surévaluées. Cela semble avoir été le cas durant la bulle Internet.

Les introductions en bourse de filiales sont un mode d'organisation temporaire de la firme : un quart environ des opérations sont suivies par une réacquisition par la société mère, 10 % par une scission, tandis qu'un peu plus de 40 % des opérations sont suivies par une cession totale de la filiale. ■