



Majeure Finance

*Responsable Pr. Ulrich HEGE*

---

## Mémoire de recherche

*L'intérêt des ADR (American Depositary Receipts) dans le cadre d'offres publiques sur des sociétés américaines*

par

Thibaut ARDAILLON

Directeur de Mémoire:  
Pierre MELLA-BARRAL,  
Professeur au Groupe HEC

Groupe HEC  
Année 2006

## Remerciements

*Pour l'aide qu'ils m'ont apporté dans la préparation de ce mémoire, je tiens à remercier tout particulièrement :*

Pierre Mella-Barral, professeur au Groupe HEC

L'équipe de la bibliothèque d'HEC, en particulier Christine Collongues et Agnès Melot pour leur disponibilité

## Table des matières

Table des matières.....	3
Avant-Propos .....	5
I. Contexte réglementaire américain et opportunité d'un programme ADR dans la perspective d'acquisitions aux Etats-Unis .....	8
1. Contexte réglementaire américain concernant l'offre publique de titres .....	8
a) « Securities Act » et « Exchange Act ».....	8
b) Réglementation des places financières américaines et « Sarbanes-Oxley Act ».....	11
2. L'intérêt des ADR comme monnaie d'échange.....	12
a) ADR ou cotation directe ?.....	12
b) Les ADR comme monnaie d'acquisition .....	17
II. Analyse des primes payées pour l'acquisition de sociétés américaines cotées.....	23
1. Données et hypothèses .....	23
2. Méthodologie d'analyse .....	26
a) Constitution des échantillons de transactions.....	26
b) Calcul des primes d'acquisitions.....	28
c) Détermination de la taille et du délai des opérations.....	29
3. Résultats .....	30
a) Montants des primes d'acquisitions .....	30
b) Ecart de taille et de délai des opérations .....	33
c) Tableau de synthèse .....	35
4. Analyse critique.....	36
a) Limites méthodologiques .....	36
b) Portée de la recherche.....	38
Conclusion .....	41

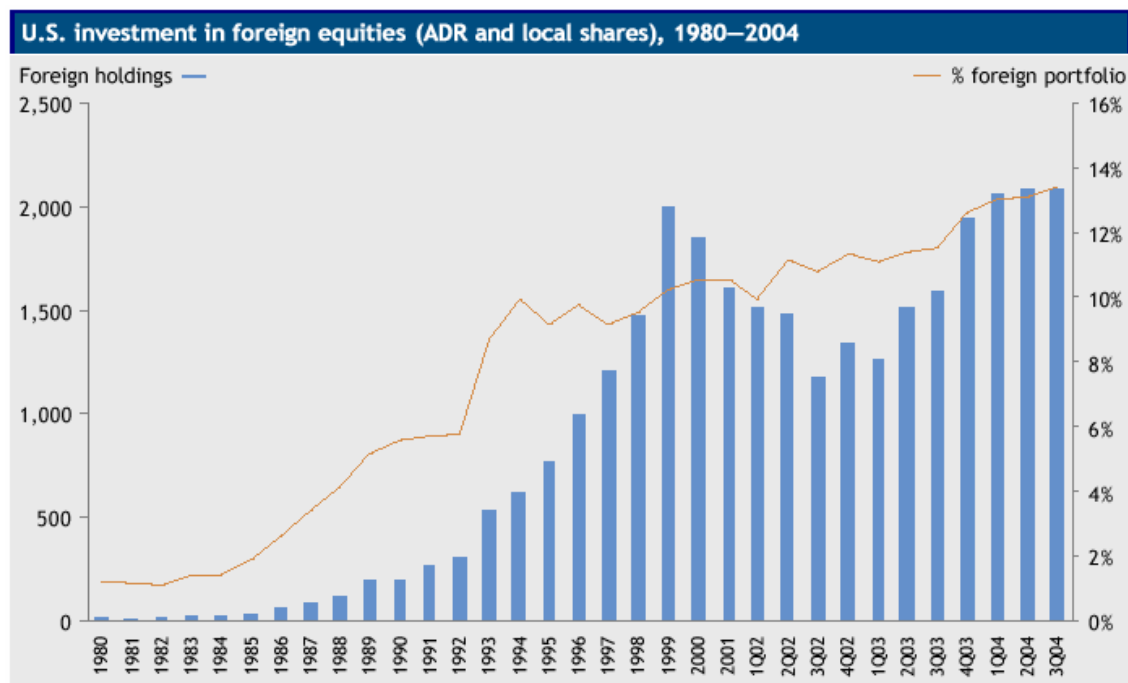
---

Bibliographie .....	43
Annexe 1 : Processus de création et d'annulation d'ADR (Schéma) .....	46
Annexe 2 : Détail de l'échantillon (i) .....	47
Annexe 3 : Requêtes effectuées pour les échantillons (ii), (iii), (iv) et (v) .....	48

## Avant-Propos

### *Création et développement des ADR*

Les premiers American Depositary Receipts (ADR) ont été créés par J.P.Morgan en 1927 en réponse à une loi votée au Royaume-Uni interdisant l'enregistrement et l'échange des titres de sociétés britanniques à l'étranger. Adaptés par la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1955, ils ont connu une véritable explosion dans les années 1990 (voir graphique ci-dessous), et constituent aujourd'hui un instrument privilégié d'investissement dans les sociétés étrangères pour les acteurs financiers américains. Les ADR sont également le principal moyen utilisé par les sociétés étrangères pour établir une cotation aux Etats-Unis.



Source: Federal Reserve, Flow of Funds Report, Dec. 2004

### *Etat de la littérature*

Pour l'émetteur de ces ADR, l'accès au marché américain, le plus important marché de capitaux au monde, représente un enjeu important.

L'étude des motivations de la cotation d'entreprises étrangères aux Etats-Unis a donné lieu à une littérature abondante, en particulier depuis 1998 sous l'impulsion de G.A. Karolyi. L'impact principal pour une société étrangère de la cotation sur un marché américain serait ainsi une meilleure valorisation de ses titres (Doidge, Karolyi et Stulz, 2003). Deux aspects essentiels de la multi-cotation entrent en jeu dans cette problématique de valorisation : l'évolution des coûts de transaction sur les titres considérés et la qualité de l'information transmise sur la société multi-cotée. Tout d'abord, la concurrence instaurée par la multi-cotation pour la réalisation du flux d'ordres entre les différentes places boursières conduirait à une plus grande intégration des marchés (Mittoo, 2003). L'accès à une base d'actionnaires potentiels élargie<sup>1</sup> peut permettre de limiter le « Home Bias » (King et Segal, 2003a) et de développer à la fois la liquidité des titres multi-cotés et la profondeur du marché pour ces titres (Karolyi, 1998 ; Foerster et Karolyi, 1999). A travers l'impact favorable de ces éléments sur les coûts de transaction, une société étrangère cotée aux Etats-Unis bénéficierait ainsi d'un coût du capital diminué (Karolyi, 1998 ; Stulz, 1999 ; Errunza et Miller, 2000).

Certains auteurs insistent plus particulièrement sur l'évolution de la quantité et de la qualité de l'information disponible sur une société confrontée aux exigences du marché américain. King et Segal (2003b) parlent de « bonding hypothesis » pour décrire l'attitude d'une société étrangère désirant se soumettre aux standards américains exigeants en termes de comptabilité, de transparence ou de protection des actionnaires minoritaires. La réduction des coûts d'agence et de l'asymétrie d'information entre investisseurs et managers, ainsi que l'effet signal d'une cotation aux Etats-Unis peuvent permettre de réduire la prime de risque sur les actions considérées (Reese et Weisbach, 2002), et ainsi créer de la valeur pour les actionnaires (Doidge et al., 2003).

Cette revue rapide de la littérature récente concernant les ADR met en évidence l'intérêt porté par les chercheurs aux problématiques de

<sup>1</sup> Certains fonds de pension américains par exemple sont limités quant à la part de titres étrangers qu'ils peuvent détenir en portefeuille

marchés soulevées par ces instruments (liquidité, coût du capital, intégration des marchés, efficacité informationnelle, valorisation). Les recherches évoquées n'abordent pas directement les aspects stratégiques d'une cotation aux Etats-Unis pour une société étrangère, mais elles soulignent la valeur accordée par les investisseurs américains aux titres cotés sur leur marché par rapport aux titres étrangers, permettant ainsi d'envisager les ADR comme une monnaie d'échange de qualité dans le cadre d'acquisitions de sociétés américaines cotées. Certains auteurs se sont penchés récemment sur le rôle stratégique des ADR pour une entreprise étrangère dans un contexte de croissance externe sur le sol américain. Tolmunen et Torstila (2005) montrent que les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis sont plus enclines que leurs pairs non cotées aux USA à acquérir des firmes américaines, et Burns (2003) met en évidence des niveaux de primes différents pour l'acquisition de sociétés américaines selon que l'initiatrice est cotée aux Etats-Unis ou non. Une stratégie de croissance par acquisitions aux Etats-Unis pourrait ainsi justifier la mise en place d'un programme ADR.

Nous étudierons dans une première partie l'opportunité d'utiliser les ADR comme monnaie d'acquisitions dans le contexte réglementaire américain. Notre analyse portera ensuite sur les niveaux de primes payées au cours de la dernière décennie pour l'acquisition de sociétés américaines cotées par des sociétés étrangères (cotées aux Etats-Unis ou non) et par des sociétés américaines ; nous nous intéresserons également à la taille et aux délais de réalisation de ces transactions. Enfin, nous considérerons les principales limites à apporter à notre étude.

## I. Contexte réglementaire américain et opportunité d'un programme ADR dans la perspective d'acquisitions aux Etats-Unis

L'acquisition en titres d'une société américaine cotée est considérée comme une offre publique de titres sur le marché américain. La société initiatrice de l'offre est donc contrainte par le « Securities Act » (1933) d'enregistrer ses titres auprès de la SEC afin de pouvoir effectuer la transaction. Elle doit également réconcilier ses comptes en US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) et fournir les rapports périodiques requis par la SEC dans le cadre de l'« Exchange Act » (1934). Pour une société étrangère, la mise en place d'un programme ADR permet de répondre aux exigences de la SEC à travers des procédures plus simples que celles appliquées aux sociétés américaines.

### **1. Contexte réglementaire américain concernant l'offre publique de titres**

#### a) « Securities Act » et « Exchange Act »

Afin de pouvoir émettre, coter ou échanger ses actions aux Etats-Unis, une société étrangère doit satisfaire aux réglementations relatives aux marchés financiers américains. Les lois américaines concernant les titres mis sur le marché reposent sur deux textes, le « Securities Act » de 1933, et l'« Exchange Act » de 1934.

Le « Securities Act » réglemente l'appel public à l'épargne et le marché primaire. Son caractère principal repose sur l'obligation faite à tout candidat à l'émission de titres d'être enregistré préalablement et de diffuser dans le public des informations susceptibles de se faire une idée sur la qualité des titres émis. L'« Exchange Act » porte plus spécifiquement sur le marché secondaire des titres, soit la négociation de titres déjà en circulation. Il instaure des obligations quant à la quantité d'informations périodiques à diffuser par l'émetteur, et aborde des points



plus précis, tel que le délit d'initié. C'est lui qui a créé la SEC avec pour mission de faire respecter ces deux actes. Le rôle majeur de la SEC est d'assurer le bon fonctionnement des marchés, leur transparence et leur liquidité, en particulier grâce à l'examen des « registration statements ». Ainsi, toute offre publique de titres sur le sol américain doit être enregistrée auprès de la SEC. Le but de cet enregistrement est de s'assurer que les investisseurs auront une connaissance adéquate de la société ou de l'organisme émettant les titres. Il ne s'agit pas d'un jugement de valeur porté sur un titre, mais de la vérification du respect des règles, de la correction et de la fiabilité des informations mises à la disposition des investisseurs.

Les contraintes réglementaires qui pèsent sur une société étrangère souhaitant lancer une OPE (offre publique d'échange) sur une société américaine cotée sont équivalentes à celles supportées pour la cotation de ses titres sur le marché américain :

*"[...] a foreign firm that wishes to acquire a U.S. publicly traded target must register the shares under the 1933 Securities Act which is much like the requirements of cross-listing. Thus a foreign firm that chooses to use equity in an acquisition of a U.S. publicly traded target will usually cross-list."* (Burns, 2003, p.3)

De plus, en choisissant la cotation, éventuellement anticipée par rapport à la transaction envisagée, de ses titres aux Etats-Unis, la société étrangère considérée bénéficie d'un attrait important de ses titres pour des investisseurs américains. A l'inverse, il est peu probable que les actionnaires américains acceptent de recevoir des titres étrangers, non cotés aux Etats-Unis et peu liquides, à moins d'une forte prime de risque. Ainsi, en vertu du « Securities Act », toute entreprise étrangère qui établit un programme ADR<sup>1</sup> doit remplir une « Form F-6 » qui inclut essentiellement l'accord de dépôt et l'avis favorable du dépositaire. Si des fonds sont levés aux Etats-Unis à travers ce programme, l'émetteur doit également enregistrer les actions sous-jacentes aux ADR sous une « Form

<sup>1</sup> Les caractéristiques des différents programmes ADR sont décrites en détail dans la section I.2.b)

F-1 ». Dans le cadre de la « Rule 144A », une exemption est possible s'il s'agit d'un placement privé auprès d'une classe spécifique de grands investisseurs institutionnels (les « qualified institutional buyers »), mais cette exemption ne concerne pas les titres offerts en cas d'OPE sur une société cotée.

L'« Exchange Act » requiert également, pour une entreprise étrangère désirant se faire coter sur les marchés américains, l'enregistrement auprès de la SEC d'un formulaire 20-F. Mis à jour annuellement, ce document contient des informations juridiques, comptables et financières. Il se divise en deux parties : le prospectus et les « autres informations ». Le prospectus doit être rédigé avec la SEC. Il est diffusé auprès des investisseurs et doit contenir les informations suffisantes pour prendre une décision d'investissement :

- résumé des informations permettant de définir les risques liés à l'introduction ;
- utilisation prévue des capitaux ;
- facteurs déterminants du prix de l'offre ;
- dilution du capital due à l'opération ;
- si les titres émis sont ceux des actionnaires, des informations concernant les actionnaires et les relations entre les actionnaires doivent être diffusées ;
- plan de distribution, description du fonctionnement du syndicat de placement ;
- description des titres offerts ;
- intérêts financiers des conseils auprès de l'émetteur ;
- les entreprises étrangères ne doivent donner qu'une partie des informations de la « Form 20-F », à savoir des informations générales sur l'activité de l'entreprise, sur l'actionnariat et sur la direction et les états financiers de l'entreprise.

Les « autres informations » ne sont pas distribuées aux investisseurs mais peuvent être consultées à la SEC, elles concernent :

- les coûts d'émission et de distribution des titres ;

- l'indemnité des dirigeants liée au risque de l'introduction en bourse ;
- la vente récente des titres non enregistrés par la SEC ;
- les informations données par les experts concernant l'introduction.

L'émetteur étranger doit également s'engager à fournir et diffuser toute information rendue publique dans son pays d'origine. Cette information permanente doit être publiée dans un journal ou un magazine à grand tirage et doit comporter : les états financiers courants, l'évolution de l'actif de l'émetteur, l'évolution des capitaux propres et des emprunts, les changements de commissaires aux comptes, les problèmes financiers éventuels. Elle doit être fournie rapidement après sa publication dans le pays d'origine à la SEC en anglais. Il est à noter que les sociétés étrangères n'ont pas, comme leurs homologues américaines, d'obligation d'informations trimestrielles, mais qu'elles tentent en général quand même de s'y soumettre, la sanction n'étant en effet sinon pas réglementaire mais financière, par un attrait moins grand pour les investisseurs américains<sup>1</sup>.

### b) Réglementation des places financières américaines et « Sarbanes-Oxley Act »

Il est important de noter qu'au-delà des règles fédérales en vigueur aux Etats-Unis, toute entreprise désirent accéder aux marchés financiers américains doit également se plier aux exigences de la place boursière sur laquelle elle souhaite s'introduire. Une cotation des ADR de niveaux II et III est possible sur les trois places boursières nationales que sont le New York Stock Exchange (NYSE), l'American Stock Exchange (AMEX) et le National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ). Des critères quantitatifs et qualitatifs déterminent l'admission sur ces différents marchés : ancienneté de la société, nombre d'actionnaires, capitalisation boursière, résultat net historique, etc...

<sup>1</sup> Nous revenons en I.2.a) sur les exemptions accordées aux entreprises étrangères

A ces réglementations spécifiques s'ajoutent également depuis 2002 les prérogatives de la loi Sarbanes-Oxley relative essentiellement aux principes de gouvernance d'entreprise, et qui vise à renforcer la transparence sur le fonctionnement des sociétés cotées, leur management et leur actionnariat.

Le détail des standards propres à chacune des places financières nationales américaines, ainsi que les règles instaurées par la loi Sarbanes-Oxley n'entrent pas dans l'objet de ce mémoire, mais il faut garder à l'esprit que ces réglementations constituent une contrainte supplémentaire dans la perspective d'acquisitions en titres de sociétés américaines cotées.

## **2. L'intérêt des ADR comme monnaie d'échange**

### **a) ADR ou cotation directe ?**

Il existe deux moyens pour les entreprises étrangères de coter leurs titres aux Etats-Unis : une cotation ordinaire directe ou des ADR.

Dans les faits, seules les sociétés originaires du Canada, et plus rarement de certains pays tels que Israël, Hong Kong ou les Pays-Bas, maintiennent une cotation directe de leurs titres aux Etats-Unis. En effet, historiquement, ces pays ont mis en place des règles de fonctionnement de leurs marchés financiers et des normes comptables proches des réglementations américaines. Ainsi, une cotation ordinaire sur une place financière américaine pour ces sociétés répond aux mêmes exigences que celles imposées aux sociétés américaines<sup>1</sup>. Ce procédé a cependant été simplifié en 1991 par le « Multi Jurisdictional Disclosure System » (MJDS) qui permet aux émetteurs canadiens de s'affranchir des formulaires de la SEC et de présenter des documents canadiens dans le cadre des publications d'informations requises par la commission de régulation américaine.

Une autre catégorie d'entreprises étrangères peut être contrainte d'établir une cotation ordinaire directe (et non un programme ADR) aux Etats-Unis si les deux conditions suivantes sont observées :

<sup>1</sup> Voir à ce sujet : Cochrane et al. (1996), Foerster et Karolyi (1999), King et Segal (2003) 12

- 50% ou plus des actions de la société concernée sont détenues par des citoyens américains,
- le siège social de la société concernée est situé aux Etats-Unis, ou plus de la moitié des cadres dirigeants de la société sont des citoyens américains, ou plus de 50% des actifs de la société sont situés aux Etats-Unis.

Ainsi, un certain nombre de sociétés originaires des Bahamas, des Bermudes ou des Iles Cayman sont considérées, en ce qui concerne la cotation de leurs titres sur les marchés américains, comme des sociétés américaines et doivent se soumettre aux mêmes règles que ces dernières.

Mais la grande majorité des entreprises étrangères peuvent choisir de mettre en place un programme ADR pour accéder aux investisseurs américains.

Un ADR constate un droit de propriété sur un ou plusieurs ADS (American Depositary Share) qui représente un droit indivis sur un certain nombre des actions déposées. Les ADR sont des certificats nominatifs émis par une banque dépositaire américaine (depository bank) en contrepartie de titres étrangers déposés hors du territoire des Etats-Unis auprès d'une banque gardienne (custodian bank) qui se trouve généralement dans le pays d'émission des titres. Ces ADR peuvent représenter un multiple ou une fraction de l'action sous-jacente afin de proposer un prix d'offre acceptable (les investisseurs américains préfèrent généralement une valeur comprise entre 10 et 20 dollars par action).

L'exemple suivant permet de comprendre comment fonctionnent ces instruments<sup>1</sup>. Considérons tout d'abord un investisseur américain qui contacte son broker pour acquérir 100 ADR de la société étrangère X. Le broker peut alors (i) soit acheter 100 ADR existants de la société X sur le marché américain, (ii) soit acheter 100 actions de la société X (en supposant un ratio de conversion de 1 action pour 1 ADR) sur le marché étranger et créer 100 ADR. Dans le second cas, le broker américain contacte un broker local sur le marché étranger qui va acheter 100 actions

<sup>1</sup> Voir également le schéma en Annexe 1

X sur ce marché et les déposer auprès de la banque gardienne. Celle-ci va ensuite demander à la banque dépositaire américaine de créer 100 ADR et de les transférer au broker américain, qui va les remettre à son investisseur. Le processus d'annulation des ADR suit exactement le même parcours en sens inverse.

### *Les différents types d'ADR*

Il existe plusieurs types de programmes que l'émetteur peut choisir en fonction de ses objectifs. On distingue les ADR parrainés ou non, selon que l'entreprise concernée en est l'initiatrice ou non<sup>1</sup>, ceux qui permettent de lever des fonds ou non, et surtout, pour ce qui nous intéresse ici, les ADR cotés et non cotés.

Deux grands types d'ADR non cotés doivent être considérés. Tout d'abord, les sociétés étrangères peuvent lever des capitaux à travers les « Rule 144A ADR » ou « restricted ADR » (RADR). Ces RADR ne nécessitent pas d'enregistrement auprès de la SEC ni de réconciliation comptable en US GAAP, mais ils ne constituent qu'un placement privé de titres auprès des « qualified institutional buyers » (QIB) et ne bénéficient que d'une liquidité très réduite. Les QIB sont des institutions disposant d'un portefeuille d'investissement d'au moins 100 millions de dollars, considérées comme suffisamment expertes pour ne pas avoir besoin d'un avis préalable de la SEC sur les titres traités. La règle 144A a été introduite par la SEC en 1990 afin de stimuler les levées de fonds réalisées par des sociétés étrangères aux Etats-Unis. Les RADR sont échangés par les QIB sur le « PORTAL » (Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages) et ne sont éligibles à un programme ADR classique que 2 ans après le dernier appel au marché à travers la règle 144A.

Les ADR de niveau 1 permettent un accès peu contraignant au marché américain. Ils doivent être enregistrés auprès de la SEC grâce au formulaire F-6, mais sont généralement exemptés, par la règle 12g3-2b), des publications périodiques, en particulier de la Form 20-F, à condition de

---

<sup>1</sup> Les ADR doivent désormais être parrainés par l'entreprise étrangère concernée mais certains programmes non parrainés antérieurs à 1983 existent toujours

fournir à la SEC la traduction ou le résumé en anglais de tout document transmis au public dans le pays d'origine de la société concernée. Ils sont traités sur le marché OTC (« over-the-counter ») et ne peuvent servir ni à lever des fonds ni à acquérir une société américaine cotée.

Ces ADR non cotés (RADR et ADR de niveau 1) ne peuvent donc pas être utilisés comme monnaie d'échange lors d'une OPE aux Etats-Unis, mais ils marquent un premier pas sur le marché américain et peuvent éventuellement permettre de saisir plus rapidement l'opportunité d'une acquisition en titres sur le sol américain. En effet, toute OPE sur une société américaine cotée donne lieu à un examen par la SEC du formulaire F-4, et la préparation de ce dernier est aussi contraignante que la mise en place d'un programme ADR : sur le plan comptable par exemple, le formulaire F-4 requiert la réconciliation en US GAAP de deux années de bilans audités, et de trois années pour les comptes de résultats et tableaux de flux. L'existence préalable d'un programme ADR non coté peut donc accélérer ce processus.

On distingue ensuite deux types de programmes ADR cotés.

Considérons tout d'abord les ADR de niveau 2 qui offrent l'avantage d'une cotation sur un marché national américain (NYSE, AMEX ou NASDAQ). Ils doivent évidemment être enregistrés auprès de la SEC (Form F-6), mais également se soumettre au « registration statement » en vertu de l'« Exchange Act » et fournir à la SEC chaque année un rapport annuel (Form 20-F). Cependant, nous avons vu que les informations requises par la SEC sont allégées en ce qui concerne les entreprises étrangères. Ainsi, en ce qui concerne la Form 20-F, les émetteurs étrangers bénéficient de certaines exemptions en ce qui concerne les informations à donner sur leurs différents segments d'activité, la rémunération de leurs dirigeants, l'impôt sur le revenu ou les charges de retraites. Ce rapport annuel doit être remis à la SEC dans les 180 jours suivants la clôture des comptes, contre seulement 90 jours pour les sociétés américaines. De plus, les sociétés étrangères peuvent présenter leurs comptes selon les normes

comptables de leur pays d'origine à condition de spécifier les différences existantes avec les normes US GAAP, et de quantifier l'écart de résultat net entre les deux types de normes<sup>1</sup>. Enfin, les obligations d'information périodique sont limitées : par exemple les sociétés étrangères n'ont pas à publier de rapports trimestriels (Form 10-Q).

Les mêmes règles sont applicables pour les ADR de niveau 3. De la même façon que les ADR de niveau 2, ceux-ci doivent satisfaire à l'ensemble des exigences du marché sur lequel ils sont cotés ; mais comme ce programme ADR permet également de réaliser des offres primaires de titres (ce qui n'est pas le cas au niveau 2), il est soumis à la réglementation sur les « Initial Public Offering » (IPO) du « Securities Act » et les sociétés étrangères concernées doivent donc remplir un formulaire F-1 pour l'enregistrement auprès de la SEC.

Le délai de mise en place d'un programme d'ADR cotés (niveaux 2 et 3) est d'environ 14 semaines, et ce type de programme est un outil particulièrement adapté dans la perspective d'opérations d'acquisitions aux Etats-Unis.

Le tableau suivant récapitule les caractéristiques principales des différents types d'ADR :

	Programmes non cotés		Programmes cotés	
	RADR (Rule 144A)	ADR niveau 1	ADR niveau 2	ADR niveau 3
<b>Description</b>	Placement privé auprès des QIB permettant de lever des fonds	Titres US basés sur des actions existantes cotées sur un marché étranger	Titres US cotés basés sur des actions existantes cotées sur un marché étranger	Titres US cotés permettant de lever des fonds
<b>Lieu de cotation</b>	PORTAL	OTC	NYSE, AMEX, NASDAQ	NYSE, AMEX, NASDAQ
<b>Règles comptables</b>	Locales (option pour US GAAP)	Locales	Réconciliation en US GAAP	Réconciliation en US GAAP
<b>Procédure d'enregistrement (SEC)</b>	Exemption	Formulaire F-6	Formulaire F-6	Formulaire F-6 et formulaire F-1 pour des offres primaires
<b>Publications périodiques (SEC)</b>	Exemption	Exemption (règle 12g3-2b)	Formulaire 20-F	Formulaire 20-F
<b>Monnaie d'échange possible</b>	Non	Non	Oui	Oui
<b>Délai de mise en place</b>	7 semaines	5 à 9 semaines	14 semaines	14 semaines

<sup>1</sup> Dans la pratique, les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis réconcilient souvent l'ensemble de leurs comptes aux normes US GAAP



## b) Les ADR comme monnaie d'acquisition

Nous avons montré qu'il était nécessaire pour une entreprise étrangère de coter ses titres sur un marché américain afin de pouvoir lancer une offre publique d'échange sur une société cotée américaine. Ainsi, pour la grande majorité des sociétés étrangères, l'acquisition en titres de cibles américaines cotées passe par la mise en place d'un programme ADR. Mais tous les programmes ADR ne peuvent permettre ce type de transactions : seuls les ADR de niveaux 2 et 3 nous intéressent donc ici. Comme nous l'avons souligné également, la réglementation américaine, bien qu'allégée pour les sociétés étrangères, est assez contraignante pour ces types de programmes, et il est intéressant de comprendre pourquoi des acteurs étrangers acceptent de se plier aux exigences des autorités des marchés financiers américains pour réaliser des opérations en titres alors que ces transactions pourraient s'effectuer en cash avec des contraintes beaucoup moins importantes.

### *Intérêts du financement d'acquisitions par ADR*

Tout d'abord, il est important de rappeler les principaux avantages d'une acquisition faite en titres par rapport à une opération en cash. Une OPE ne requiert pas de sortie de cash : ainsi, l'entreprise n'est pas obligée de faire appel à un financement externe coûteux si elle n'est pas en mesure d'autofinancer la transaction, en particulier pour des opérations de taille importante. Malgré le risque engendré de dilution de son actionnariat existant et les questions posées sur le contrôle de la société, une offre en titres permet de conserver des ratios financiers stables et donc des marges de manœuvre raisonnables en cas de nouvelles opportunités de développement. Un autre point important est le statut fiscal des opérations d'acquisitions. Une OPE implique un report d'imposition tant que les titres obtenus par les actionnaires de la cible ne sont pas revendus sur le marché. A l'inverse, les opérations en cash donnent lieu à

l'imposition immédiate des plus-values réalisées sur la transaction. Enfin, dans une opération en titres, l'initiateur peut faire valoir la bonne tenue de son titre en bourse et les perspectives réjouissantes de son marché ou de sa société : ceci constitue un outil de négociation supplémentaire sur le prix d'acquisition.

De plus, les ADR offrent un intérêt particulier pour les investisseurs américains et représentent une monnaie d'échange de qualité. Ainsi, les principaux avantages pour ces investisseurs sont les suivants :

- Outil adéquat de diversification du portefeuille à l'international à travers des titres américains,
- Possibilité d'une exposition renforcée sur les valeurs étrangères, en particulier pour les investisseurs institutionnels américains restreints quant à la part de titres étrangers qu'ils sont autorisés à détenir en portefeuille,
- Facilité d'achat et de vente en US dollars et par l'intermédiaire d'une banque dépositaire américaine,
- Format américain d'enregistrement des titres et de publications des principaux rapports d'activité, comptables et financiers,
- Paiement des dividendes en US dollars et publications périodiques en anglais,
- Instruments américains, même fiscalement, ce qui évite l'application des conventions fiscales parfois complexes (imposition des plus-values, reconnaissance de crédits d'impôts, retenues à la source).

Cependant, La Porta et al. (1998) ont montré qu'il pouvait s'avérer difficile pour un tribunal américain de faire respecter les droits des actionnaires minoritaires lorsque l'intégralité des actifs d'une société est située hors des Etats-Unis. Siegel (2001) estime alors que l'acquisition en ADR d'une société américaine offre une garantie aux investisseurs, puisque la société étrangère achète des actifs américains placés sous l'autorité des tribunaux

américains : informés ex-ante, les actionnaires américains de la cible ne devraient donc pas être défavorables à un paiement sous forme d'ADR.

Du point de vue de l'acquéreur, une transaction réalisée avec des ADR peut permettre de développer le marché de ses titres et ainsi améliorer leur liquidité, ce qui est primordial pour assurer le succès d'un programme ADR et en justifier le coût. Hénisse (2001) explique que si « Wall Street a (un peu) moins la cote pour les groupes français » au début des années 2000, c'est que la liquidité des ADR sur le marché américain est souvent limitée et que « le marché directeur pour ces valeurs demeure leur pays d'origine ». Le Fur et Quiry (2002) soulignent que les volumes de transaction sur les ADR de Danone ou Siemens aux Etats-Unis ne représentent que 1 à 2% du volume total traité sur les titres de ces deux sociétés. L'offre d'ADR dans le cadre d'acquisitions américaines peut ainsi permettre de dynamiser le marché. Au-delà des avantages de ce type de programmes pour une OPE aux Etats-Unis, les ADR présentent également un certain nombre d'intérêts pour toute entreprise étrangère désireuse d'accéder au marché américain. Comme nous l'avons vu en introduction, l'impact de la mise en place d'un programme ADR sur les coûts de transaction et sur l'asymétrie d'information conduit généralement à une réduction du coût des capitaux propres ou, ce qui est équivalent, à une hausse de la valorisation du titre concerné (Doidge et al., 2003). Pour l'émetteur, les ADR sont également un moyen de :

- faciliter des augmentations de capital par un accès à un plus grand nombre d'investisseurs,
- accroître la notoriété de l'entreprise ou de la marque à l'étranger, et en particulier aux Etats-Unis, facilitant ainsi les relations avec les clients ou les fournisseurs,
- disposer d'un moyen de rémunération du personnel des filiales étrangères (stock-options).

Tous ces éléments contribuent à faire des ADR une monnaie d'échange particulièrement valorisée par les investisseurs comme par les émetteurs.

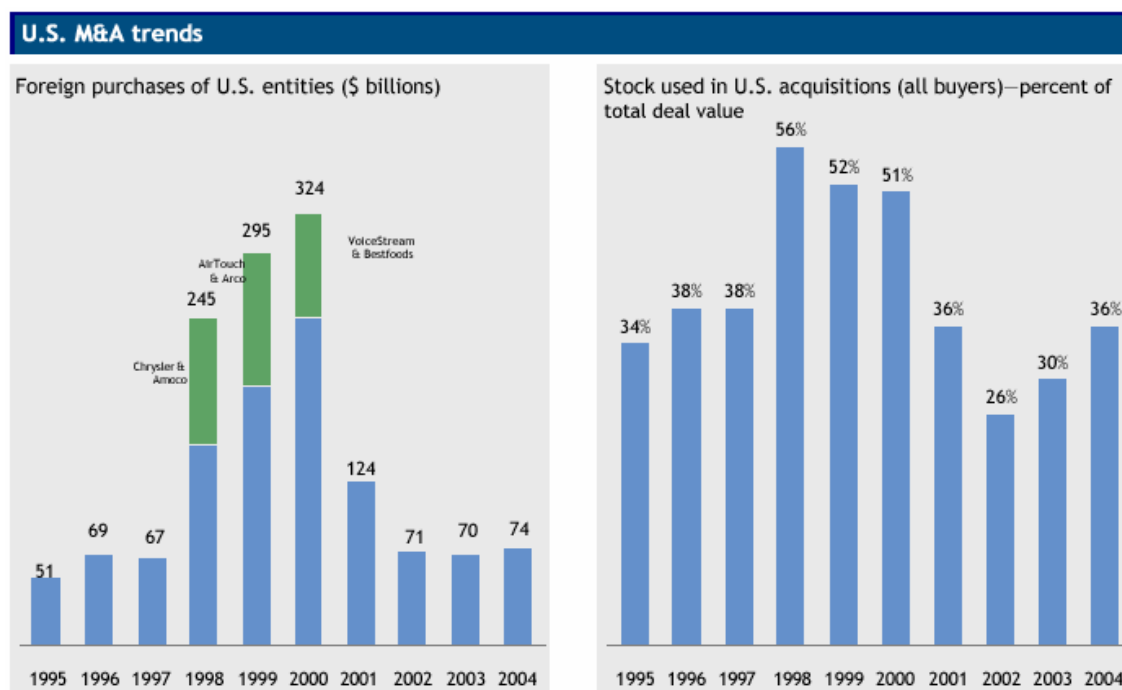
---

*La croissance externe comme motivation pour un programme ADR*

« *In fact, many foreign issuers who have reconciled their accounting to U.S. GAAP and listed their ADRs on U.S. exchanges, have done so with the express intent of developing viable M&A currencies.* » (J.P. Morgan, 2005). Comme l'explique J.P. Morgan dans son « ADR Reference Guide » (Février 2005), l'opportunité d'acquisitions aux Etats-Unis est souvent un facteur déterminant pour la mise en place d'un programme ADR. Plusieurs recherches ont cherché à établir les motivations des émetteurs dans l'instauration de ce type de programme. Dans une étude importante menée par Saudagaran (1990), le fait de faciliter une opération de fusion ou d'acquisition est recensé comme un facteur important susceptible d'inciter une entreprise à se faire enregistrer sur un marché étranger. Hamet (2001) s'appuie sur cette étude pour analyser le comportement des entreprises françaises multi-cotées et souligne qu'« une cotation à l'étranger peut faciliter une opération de croissance externe à plusieurs niveaux », en particulier « elle peut atténuer l'image hostile de la prise de contrôle en exprimant l'implication de l'entreprise dans le pays d'accueil ». Elle précise que ce type de motivation n'est pas toujours explicitement évoqué par les sociétés au moment de leur cotation à l'étranger en raison de la confidentialité de ces opérations. Aux Etats-Unis, Fanto et Karmel (1997) ont interrogé les entreprises étrangères ayant décidé de coter leurs titres sur le NYSE et le NASDAQ en 1995 et 1996. Leur enquête montre que les raisons avancées par les sociétés pour cette cotation concernent autant le développement de leur activité aux Etats-Unis et leur stratégie d'expansion que l'impact financier de l'accès au marché américain (valorisation, liquidité). En particulier, 25% des responsables interrogés justifient la cotation par le fait qu'elle permet de faciliter des acquisitions aux Etats-Unis. Plus révélateur encore, les auteurs se sont intéressés aux entreprises ayant mis en place un programme ADR non coté : 35% d'entre elles envisagent de coter leurs titres si le développement de leur activité aux Etats-Unis le justifie ; parmi ces

sociétés, 79% estiment qu'une opportunité d'acquisition pourrait motiver une telle cotation. L'aspect stratégique d'opérations de croissance externe sur le sol américain semble ainsi prendre le pas sur les motivations purement financières dans la mise en place d'un programme ADR, coté ou non, aux Etats-Unis.

Le montant total de l'investissement américain dans des titres de capital étranger (actions ordinaires étrangères et ADR) a été multiplié par 10 depuis le début des années 1990, pour atteindre 2800 milliards de dollars en 2005. Il existe aujourd'hui plus de 2000 émetteurs d'ADR pour une valeur de marché estimée de ces titres de 870 milliards de dollars. Près d'un quart de ces ADR sont cotés sur une place financière américaine, et le rebond des marchés actions observé depuis 2002 a redonné aux ADR un intérêt majeur comme monnaie d'échange pour des transactions transfrontalières, comme le montre le document ci-dessous :



Source: JPMorgan M&A Research; Thomson Financial, January 2005

Nous avons vu que les ADR possèdent des atouts essentiels dans la perspective d'acquisitions de sociétés cotées aux Etats-Unis. Toute OPE sur une société américaine cotée nécessite l'enregistrement des titres

proposés auprès de la SEC, et la mise en place d'un programme ADR constitue donc un moyen privilégié de saisir l'opportunité d'acquisitions en titres aux Etats-Unis. De la diversification internationale de portefeuilles à l'amélioration de la liquidité des titres concernés, nous avons montré qu'investisseurs et émetteurs pouvaient trouver dans les ADR de nombreux intérêts. Cependant, dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions, un élément essentiel que nous n'avons pas abordé jusqu'à présent est le prix. L'acquisition de sociétés américaines apparaît comme une motivation importante dans la décision d'établir un programme ADR pour les entreprises étrangères. L'intérêt d'un tel programme pour l'émetteur étranger dépasse alors sans doute la seule possibilité de réaliser ces acquisitions en titres aux Etats-Unis, et pourrait se trouver dans l'impact de l'utilisation d'ADR sur le prix d'acquisition de sociétés américaines : les ADR permettent-ils de payer moins cher des cibles américaines ?

Cette question est l'objet de l'analyse présentée en deuxième partie.

## II. Analyse des primes payées pour l'acquisition de sociétés américaines cotées

Cette deuxième partie d'analyse étudie l'impact de l'utilisation des ADR comme moyen de paiement dans l'acquisition de sociétés américaines. Pour cela, plusieurs échantillons de transactions ont été constitués, et l'étude présentée porte sur le montant des primes payées lors des opérations considérées, ainsi que sur la taille et le délai de ces transactions.

### **1. Données et hypothèses**

Les données utilisées concernent les acquisitions de sociétés américaines cotées aux Etats-Unis. Les informations nécessaires ont été obtenues à partir de plusieurs bases de données dont la qualité est reconnue par les milieux académiques et professionnels. Il s'agit de :

- Securities Data Protection (SDC) Platinum,
- Thomson One Banker – Deals,
- Mergermarket (uniquement pour des transactions intervenues après le 01/01/1998)
- Datastream Advance.

Les opérations considérées ont été réalisées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1996 et le 31 mars 2006. La sélection des transactions s'est faite sur les critères suivants :

- La cible doit être une société américaine cotée sur un marché national (NYSE, AMEX, NASDAQ),
- l'opération doit avoir été clôturée sur la période citée (du 01/01/1996 au 31/03/2006),
- le montant en valeur d'entreprise (capitaux propres + endettement financier net) de la transaction doit représenter au moins un milliard de dollars.

La taille des opérations considérées est donc relativement importante. Deux aspects principaux justifient ce choix. Tout d'abord, l'échantillon de référence est constitué de transactions dans lesquelles intervient un paiement en ADR. Or, la majorité de ce type de paiement se fait sur des opérations de taille importante. Plusieurs éléments peuvent expliquer cela : tout d'abord, les entreprises étrangères optant pour la mise en place d'un programme ADR coté aux Etats-Unis ont généralement une forte dimension internationale et une capitalisation boursière relativement importante ; de plus, la taille d'une opération est un critère significatif dans le choix d'une acquisition en titres par rapport au cash<sup>1</sup>. Ainsi, la base de données SDC ne recense que 12 acquisitions de sociétés américaines cotées effectuées entre 1996 et 2006 par des entreprises étrangères avec des ADR pour un montant inférieur à un milliard de dollars en valeur d'entreprise. Une autre raison expliquant la taille des transactions retenues est que les données sur ces grosses transactions récentes sont généralement disponibles et complètes car elles ont souvent été présentées dans la presse de façon détaillée. De plus, sélectionner des transactions d'une valeur supérieure à un milliard de dollars permet de constituer des échantillons de taille raisonnable et ainsi d'effectuer, seul et en un temps relativement limité, un travail fiable, en particulier dans l'analyse des primes d'acquisitions.

L'objet principal de l'étude menée consiste en une comparaison des primes payées pour l'acquisition de sociétés américaines par des sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis via des ADR, par des sociétés étrangères non cotées aux Etats-Unis, et par des sociétés américaines. La taille et le délai des transactions sont également considérés. Ainsi, les hypothèses qui servent de bases à la recherche sont les suivantes :

*Hypothèse (1) : L'utilisation d'ADR dans un processus d'acquisition d'une société américaine cotée par une société étrangère permet de payer une*

<sup>1</sup> Voir à ce propos : Tolmunen et Torstila (2005)



---

*prime plus faible qu'une acquisition en cash par une société étrangère non cotée aux Etats-Unis.*

*Hypothèse (2) : La prime payée lors d'une transaction en ADR par une société étrangère cotée aux Etats-Unis pour l'acquisition d'une société américaine reste plus importante que celle payée par une autre société américaine.*

*Hypothèse (3) : Les ADR sont utilisés par les sociétés étrangères pour des opérations d'une taille plus importante que celles réalisées en cash.*

*Hypothèse (4) : La mise en place d'un programme ADR permet de réduire les délais dans un processus d'acquisition de sociétés cotées américaines par des sociétés étrangères.*

Afin de tester ces hypothèses, cinq échantillons de transactions ont été constitués :

- (i) Le premier échantillon regroupe des opérations menées par des sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis sous forme d'ADR et ayant utilisé ces ADR pour acquérir des sociétés américaines cotées,*
- (ii) Dans le cadre de l'hypothèse (1), le second échantillon est constitué d'acquisitions de sociétés américaines cotées par des sociétés étrangères non cotées sur un marché américain,*
- (iii) Le troisième échantillon a pour but de tester l'hypothèse (2), et rassemble des opérations de fusions-acquisitions où la cible et l'initiatrice sont toutes les deux des sociétés américaines cotées,*
- (iv) et (v) Afin de proposer une analyse plus fine de l'hypothèse (2), les deux derniers échantillons extraient les opérations en titres qui sont contenues dans le troisième échantillon.*

## 2. Méthodologie d'analyse

### a) Constitution des échantillons de transactions

Chacun des échantillons est composé d'une catégorie spécifique de transactions dont les caractéristiques sont définies à partir des hypothèses de recherche posées. Ils permettent d'établir les comparaisons souhaitées et ainsi de confirmer ou infirmer les hypothèses émises.

Comme annoncé précédemment, tous les échantillons concernent des sociétés américaines cotées qui ont fait l'objet d'une transaction clôturée entre le 1<sup>er</sup> janvier 1996 et le 31 mars 2006 pour un montant d'au moins un milliard de dollars en valeur d'entreprise. La sélection des opérations dans la base de données SDC s'est donc faite à partir des informations suivantes :

- date de l'annonce,
- date de clôture de la transaction,
- nationalité de la cible (« US ») et de l'acquéreur,
- statut de la cible (« public »),
- statut de la transaction (« completed »),
- valeur d'entreprise de la transaction.

L'échantillon (i) a ensuite été restreint aux opérations faisant intervenir des ADR comme moyen de paiement. Ainsi, les sociétés américaines sont exclues du panel d'acquéreurs et la « Consideration Offered Category » sélectionnée dans SDC est « ADR ». Afin de pouvoir calculer des primes sur ces opérations, la cible comme l'acquéreur doivent être cotés ce qui réduit le nombre d'observations exploitables. On obtient, dans SDC, 29 transactions pour lesquelles l'ensemble des données requises est disponible. Cet échantillon a été complété à partir de deux sources : une liste d'acquisitions de sociétés américaines et canadiennes par des sociétés étrangères publiée par J.P. Morgan<sup>1</sup> ; et la base de données Mergermarket, plus complète que SDC pour des acquisitions sous forme

<sup>1</sup> in J.P. Morgan (2005), « ADR Reference Guide », p.40

d'ADR depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1998. Finalement, l'échantillon (i) se compose de 37 transactions et permet une étude intéressante.

L'échantillon (ii) concerne les acquisitions de sociétés américaines cotées par des entreprises étrangères sous une autre forme que des ADR. La « Consideration Offered Category » sélectionnée dans SCD exclue donc les « ADR » : il peut alors s'agir de cash, d'actions ordinaires ou préférentielles, de dette convertible ou non, d'options, de warrants, etc... On obtient ainsi 167 transactions. Trois d'entre elles ont été exclues de l'échantillon en raison d'informations incomplètes, notamment en ce qui concerne leurs cours de bourse avant l'opération. L'échantillon (ii) contient donc finalement 164 transactions.

Les échantillons (iii), (iv) et (v) portent sur les acquéreurs américains. Le premier regroupe l'ensemble des transactions effectuées par des entreprises initiatrices américaines sur des sociétés américaines cotées pendant la période considérée. On obtient un échantillon de 1371 opérations. Tous les types de deals sont inclus dans cet échantillon (iii), alors que le second (iv) ne comporte que des offres d'échange ou des fusions, donc des opérations en titres. En effet, SDC permet une sélection des transactions selon la « Form of the deal » : acquisition (actions), achat d'actifs, achat de certains actifs, acquisition d'une participation majoritaire (actions), achat d'une participation (actions), « buyback », offre d'échange, fusion, recapitalisation. L'échantillon (iv) contient ainsi 800 transactions. A titre de contrôle, l'échantillon (v) ne conserve lui que les transactions de l'échantillon (iii) faisant intervenir des actions ordinaires comme moyen de paiement (« Consideration Offered Category » : « common shares »). Il se recoupe donc avec l'échantillon (iv) puisqu'il s'agit là aussi d'opérations en titres, permettant ainsi de vérifier la cohérence des résultats obtenus : il compte 638 transactions entre sociétés américaines<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Voir le détail des requêtes pour les échantillons (ii) à (v) en annexe 3

## b) Calcul des primes d'acquisitions

La base de données SDC Platinum développée par Thomson permet d'obtenir les cours cotés de la cible d'une acquisition la veille de l'annonce de l'opération, une semaine avant et quatre semaines avant cette annonce. A partir du montant par action auquel s'est conclue la transaction, également disponible dans SDC, on peut alors obtenir des primes d'acquisitions en fonction du moment considéré avant l'annonce. Pour l'ensemble des cinq échantillons, toutes ces informations ont été traitées. Cependant, contrairement à l'option choisie par Tolmunen et Torstila (2005) qui ont calculé des primes par rapport au cours coté la veille de l'annonce, j'ai retenu le cours coté quatre semaines avant l'annonce comme référence pour le calcul des primes d'acquisitions. En effet, il apparaît que pour un grand nombre de transactions, le cours de la cible connaît des mouvements spéculatifs dans les jours voire les semaines qui précèdent l'annonce, en raison de rumeurs ou de fuites sur l'opération en question. Ainsi, les primes calculées sur la base du cours coté environ un mois avant le communiqué public concernant la transaction apportent une information plus juste sur l'effort consenti par l'acquéreur dans l'opération.

Une analyse plus précise a été menée pour les échantillons (i) et (ii), relatifs à l'hypothèse (1) qui constitue l'élément central de ma recherche. D'une taille raisonnable, ils m'ont offert l'opportunité de calculer des primes par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur le mois précédant les rumeurs ou l'annonce des opérations (CMP). Tout d'abord, la rubrique « Intelligence » proposée par Mergermarket permet de consulter les différents communiqués concernant la cible et l'initiateur d'une opération de fusion-acquisition au cours des mois précédant l'annonce de celle-ci. Ainsi, il est possible de déterminer le moment où la rumeur d'une transaction a été lancée dans la presse ou sur le marché et à partir duquel le cours de bourse de la cible reflète des anticipations de changement de contrôle. Ce travail a été mené sur les échantillons (i) et

(ii). Ensuite, à partir des données de Datastream Advance, les cours moyens pondérés par les volumes échangés pendant le mois précédant toutes rumeurs ont pu être calculés pour les cibles des transactions contenues dans ces deux échantillons. Les données de Datastream utilisées pour cela sont :

- le prix de clôture officiel du titre considéré (« price » : requête « p »),
- le nombre d'actions échangées dans la journée pour le titre considéré (« turnover by volume » : requête « vo »)

En raison de la grande quantité d'informations à traiter, ce calcul d'un cours moyen pondéré sur les 20 jours ouvrés précédant la rumeur ou l'annonce de l'opération n'a été réalisé que pour les échantillons (i) et (ii). Il permet de fonder le calcul des primes d'acquisitions sur une « juste valeur » du cours de la cible avant l'opération. Cependant, nous verrons que l'impact sur les résultats obtenus par rapport aux primes calculées sur le cours coté de la cible quatre semaines avant l'annonce de l'opération est généralement peu significatif.

### c) Détermination de la taille et du délai des opérations

Comme nous l'avons vu, le critère de taille retenu pour les transactions sélectionnées est la valeur d'entreprise qui correspond à la somme des capitaux propres et de l'endettement financier net de la cible. Afin de tester l'hypothèse (3) relative au montant des opérations, une autre information a été considérée pour chacun des cinq échantillons. Il s'agit de la valeur des capitaux propres de la société cible telle qu'elle ressort lors de la transaction : ce montant correspond à la somme effectivement versée (en titres, cash ou autres) aux actionnaires de la cible par l'acquéreur.

Le délai de réalisation des acquisitions considérées, qui intervient dans le cadre de l'hypothèse (4) de cette recherche, a pu être déterminé à partir des dates d'annonce et de clôture des opérations, disponibles dans SDC.

Dans certains cas, le temps écoulé entre ces deux dates apparaissait comme négatif dans SDC. Le délai retenu pour les opérations concernées a alors été ramené à zéro jours dans un souci de cohérence.

### 3. Résultats

#### a) Montants des primes d'acquisitions

*Hypothèse (1) : L'utilisation d'ADR dans un processus d'acquisition d'une société américaine cotée par une société étrangère permet de payer une prime plus faible qu'une acquisition en cash par une société étrangère non cotée aux Etats-Unis.*

Les niveaux moyens et médians des primes d'acquisitions calculées pour les échantillons (i) (acquisitions, sous forme d'ADR, de sociétés américaines cotées par des sociétés étrangères) et (ii) (acquisitions, sous une autre forme que des ADR, de sociétés américaines cotées par des sociétés étrangères) font ressortir des écarts significatifs. Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus pour les quatre types de primes analysés :

	Prime sur le cours coté la veille de l'annonce	Prime sur le cours coté une semaine avant l'annonce	Prime sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce	Prime sur le CMP* avant rumeurs
Moyenne de l'échantillon (i)	31,3%	34,1%	37,9%	34,8%
Médiane de l'échantillon (i)	27,4%	28,9%	35,7%	34,6%
Moyenne de l'échantillon (ii)	30,2%	35,4%	42,5%	43,2%
Médiane de l'échantillon (ii)	23,9%	27,6%	39,1%	38,8%

\* CMP: cours moyen pondéré par les volumes échangés au cours du mois précédant toutes rumeurs

Les primes calculées par rapport au cours coté la veille de l'annonce de l'opération et une semaine avant cette annonce sont biaisées par les mouvements spéculatifs provoqués par des fuites ou des rumeurs concernant la transaction. C'est sans doute l'une des raisons pour lesquelles Tolmunen et Torstila (2005), qui ont utilisé dans leur recherche

le premier type de prime cité, ne trouvent pas d'impact significatif de l'utilisation d'ADR sur les niveaux de primes payées pour l'acquisition de sociétés américaines cotées. Afin d'éliminer ces biais spéculatifs, nous avons retenu les primes calculées par rapport au cours coté de la cible quatre semaines avant l'annonce. Ainsi, les montants obtenus (moyenne et médiane) sont significativement inférieurs pour l'échantillon (i) par rapport à l'échantillon (ii). En effet, le niveau moyen de prime s'élève à 37,9% pour l'échantillon (i) contre 42,5% pour l'échantillon (ii), soit un écart de 4,6 points. Cette différence est encore plus importante si l'on considère les primes calculées par rapport au CMP (dernière colonne du tableau précédent) : 34,8% pour l'échantillon (i) et 43,2% pour l'échantillon (ii), soit un écart de 8,4 points. On est proche ici du résultat obtenu, avec une autre méthode (primes mesurées par la méthode CAR : « cumulative abnormal returns »), par Burns (2003) qui estime cet écart à environ 10 points.

On peut donc conclure à la validité de l'hypothèse (1) : les ADR permettent à une entreprise étrangère de payer moins cher qu'en cash l'acquisition d'une société américaine cotée. Cependant, le niveau de décote exact par rapport à une acquisition ne faisant pas intervenir d'ADR est difficile à estimer. D'après les résultats obtenus à partir des primes offertes par rapport au cours coté de la cible quatre semaines avant l'annonce de l'opération, on peut considérer que l'écart est d'au moins quatre à cinq points. Le CMP permettant une mesure plus juste de la prime, cet écart est sans doute plus important, de l'ordre de 8 points.

*Hypothèse (2) : La prime payée lors d'une transaction en ADR par une société étrangère cotée aux Etats-Unis pour l'acquisition d'une société américaine reste plus importante que celle payée par une autre société américaine.*

La comparaison des primes payées par les sociétés étrangères de l'échantillon (i) et les sociétés américaines de l'échantillon (iii) (acquisitions de sociétés américaines cotées par d'autres sociétés

américaines, tous moyens de paiement confondus) souligne clairement la décote dont bénéficient les secondes pour des opérations sur le territoire américain :

	Prime sur le cours coté la veille de l'annonce	Prime sur le cours coté une semaine avant l'annonce	Prime sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce	Prime sur le CMP* avant rumeurs
Moyenne de l'échantillon (i)	31,3%	34,1%	37,9%	34,8%
Médiane de l'échantillon (i)	27,4%	28,9%	35,7%	34,6%
Moyenne de l'échantillon (iii)	19,4%	22,1%	24,1%	NA
Médiane de l'échantillon (iii)	13,6%	16,5%	17,8%	NA

\* CMP: cours moyen pondéré par les volumes échangés au cours du mois précédant toutes rumeurs

L'écart entre les deux échantillons est de plus de 13 points en ce qui concerne la prime sur le cours coté de la cible quatre semaines avant l'annonce, mais une analyse plus précise est nécessaire afin de comparer entre elles des acquisitions en titres. L'échantillon (i) concernant les ADR pour des sociétés étrangères, les échantillons (iv) (fusions et offres publiques d'échange de sociétés américaines cotées sur leurs pairs) et (v) (opérations entre sociétés américaines cotées faisant intervenir des actions ordinaires comme moyen de paiement) ont été étudiés dans un souci de cohérence et afin de procéder à une comparaison plus juste :

	Prime sur le cours coté la veille de l'annonce	Prime sur le cours coté une semaine avant l'annonce	Prime sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce	Prime sur le CMP* avant rumeurs
Moyenne de l'échantillon (i)	31,3%	34,1%	37,9%	34,8%
Médiane de l'échantillon (i)	27,4%	28,9%	35,7%	34,6%
Moyenne de l'échantillon (iv)	27,8%	31,7%	35,8%	NA
Médiane de l'échantillon (iv)	21,8%	27,0%	30,5%	NA
Moyenne de l'échantillon (v)	26,6%	30,7%	35,2%	NA
Médiane de l'échantillon (v)	21,0%	26,3%	29,7%	NA

\* CMP: cours moyen pondéré par les volumes échangés au cours du mois précédant toutes rumeurs



L'écart tombe ainsi à 2 ou 3 points au bénéfice des acquéreurs américains. Les résultats obtenus pour les échantillons (iv) et (v) sont très proches, ce qui conforte l'analyse effectuée. Mais on s'aperçoit que la prime sur le CMP qui n'a pu être calculée que pour l'échantillon (i) fait apparaître un écart très légèrement favorable aux acquéreurs étrangers par rapport aux moyennes de primes sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce pour les échantillons (iv) et (v). Les valeurs médianes conduisent cependant à valider l'hypothèse (2) : malgré l'utilisation d'ADR, les sociétés étrangères payent plus cher leurs acquisitions en titres sur le sol américain que les sociétés américaines.

Les ADR constituent donc un outil précieux dans le cadre d'opérations de croissance externe : ils permettent aux entreprises étrangères de payer les actionnaires américains moins cher que si elles n'étaient pas cotées aux Etats-Unis à travers ces programmes d'ADR (hypothèse (1)). Mais, il semble que les investisseurs américains accordent, malgré tout, une valeur plus importante aux titres réellement locaux qu'aux ADR (hypothèse (2)). La réponse apportée en ce qui concerne l'hypothèse (2) est moins solide que pour l'hypothèse (1) et souligne l'une des limites de cette recherche, à savoir l'utilisation partielle du CMP tel que défini précédemment.

### b) Ecart de taille et de délai des opérations

*Hypothèse (3) : Les ADR sont utilisés par les sociétés étrangères pour des opérations d'une taille plus importante que celles réalisées en cash.*

Les échantillons étudiés ne comprennent que des transactions d'un montant supérieur à un milliard de dollars en valeur d'entreprise, mais des différences significatives apparaissent sur la taille des transactions faisant intervenir des ADR par rapport aux autres opérations. En effet, alors que la valeur d'entreprise moyenne des transactions recensées dans l'échantillon (ii) s'élève à 4,6 milliards de dollars, l'échantillon (i) fait ressortir une valeur moyenne de 13,9 milliards de dollars (voir le tableau

ci-dessous). Ces deux valeurs sont nettement dispersées autour des valeurs moyennes observées pour les transactions entre sociétés américaines : de 6,6 milliards de dollars pour l'échantillon (iv) à 7,6 milliards pour l'échantillon (v). Il semble donc que le recours aux ADR par les sociétés étrangères ait lieu dans le cas d'opportunités d'acquisitions importantes, alors que le cash est utilisé pour des opérations de taille plus limitée. Les médianes peuvent permettre d'atténuer l'impact des très grosses transactions qui ne sont pas véritablement représentatives de la taille des opérations étudiées et qui ont un poids important dans un calcul de moyenne : les valeurs d'entreprise médianes calculées pour les échantillons (i) (4,2 milliards de dollars) et (ii) (2,5 milliards de dollars) présentent des écarts moindres mais tout aussi significatifs que les moyennes déjà évoquées. Les valeurs de fonds propres sont données à titre indicatif et vont dans le même sens. L'hypothèse (3) est donc validée et confirme les observations de Burns (2003) sur le sujet.

	Valeur d'entreprise (Mds \$)	Valeur des fonds propres (Mds \$)	Délai (en jours)
Moyenne de l'échantillon (i)	13 894	9 492	194
Médiane de l'échantillon (i)	4 242	3 403	164
Moyenne de l'échantillon (ii)	4 610	2 945	125
Médiane de l'échantillon (ii)	2 451	1 819	106
Moyenne de l'échantillon (iii)	7 076	4 460	159
Médiane de l'échantillon (iii)	2 510	1 553	121
Moyenne de l'échantillon (iv)	6 627	4 063	161
Médiane de l'échantillon (iv)	2 414	1 605	136
Moyenne de l'échantillon (v)	7 622	4 710	169
Médiane de l'échantillon (v)	2 742	1 758	145

*Hypothèse (4) : La mise en place d'un programme ADR permet de réduire les délais dans un processus d'acquisition de sociétés cotées américaines par des sociétés étrangères.*

Dans son « ADR Reference Guide », J.P. Morgan (2005) estime que 13 semaines (environ 90 jours) sont nécessaires pour mener à bien une opération de fusion-acquisition avec des ADR. Ceci donne à penser qu'il peut être avantageux en termes de délai de mettre en place un programme ADR. Or, le délai moyen mis en évidence ici est de 194 jours pour des transactions en ADR contre 125 jours pour l'acquisition en cash de sociétés américaines cotées par des entreprises étrangères. L'hypothèse (4) est donc fautive. Il faut déjà en moyenne 160 à 170 jours pour réaliser une opération en titres entre sociétés américaines cotées (échantillons (iv) et (v)), et la moyenne obtenue pour l'échantillon (i) montre que 20 à 30 jours de plus sont nécessaires pour un paiement avec des ADR. Au-delà des contraintes imposées pour toute transaction en titres, ceci s'explique sans doute par le fait que les ADR sont utilisés comme monnaie d'échange pour des opérations transfrontalières relativement importantes et complexes par rapport aux transactions contenues dans l'échantillon (ii) qui ne font pas intervenir d'ADR.

### c) Tableau de synthèse

Les principaux résultats de ma recherche sont présentés dans le tableau suivant (Les valeurs en rouge ont été commentées en détail dans les sections II.3.a) et b) :

	Prime sur le cours coté une semaine avant l'annonce	Prime sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce	Prime sur le CMP* avant rumeurs	Valeur d'entreprise (Mds \$)	Valeur des fonds propres (Mds \$)	Délai (en jours)
Moyenne de l'échantillon (i)	34,1%	37,9%	34,8%	13 894	9 492	194
Médiane de l'échantillon (i)	28,9%	35,7%	34,6%	4 242	3 403	164
Moyenne de l'échantillon (ii)	35,4%	42,5%	43,2%	4 610	2 945	125
Médiane de l'échantillon (ii)	27,6%	39,1%	38,8%	2 451	1 819	106
Moyenne de l'échantillon (iii)	22,1%	24,1%	NA	7 076	4 460	159
Médiane de l'échantillon (iii)	16,5%	17,8%	NA	2 510	1 553	121
Moyenne de l'échantillon (iv)	31,7%	35,8%	NA	6 627	4 063	161
Médiane de l'échantillon (iv)	27,0%	30,5%	NA	2 414	1 605	136
Moyenne de l'échantillon (v)	30,7%	35,2%	NA	7 622	4 710	169
Médiane de l'échantillon (v)	26,3%	29,7%	NA	2 742	1 758	145

\* CMP: cours moyen pondéré par les volumes échangés au cours du mois précédant toutes rumeurs

## 4. Analyse critique

### a) Limites méthodologiques

Afin de limiter la quantité d'informations à traiter et/ou de faciliter le traitement des données utilisées, certains aspects de cette recherche ont été simplifiés. Ils ne remettent pas nécessairement en cause les résultats obtenus mais méritent d'être soulignés.

Tout d'abord, les échantillons de référence (i) et (ii), constitués pour analyser l'hypothèse (1), présentent une taille relativement limitée. Le premier contient 37 observations et le second 164. Dans le cadre de l'hypothèse fondamentale de cette recherche, l'objectif était d'étudier de façon approfondie les primes d'acquisitions versées aux actionnaires de sociétés américaines cotées par des entreprises étrangères, selon que ces dernières ont eu recours aux ADR ou non pour financer leurs opérations de croissance externe, au cours de la dernière décennie. Comme nous

l'avons expliqué, il est possible d'obtenir, grâce à la base de données SDC Platinum, les primes payées par rapport au cours coté de la cible la veille, une semaine avant ou quatre semaines avant l'annonce de la transaction. Cependant, il est plus fiable de calculer un cours moyen pondéré (CMP) par les volumes échangés sur une période significative (un mois a été retenu) avant toutes rumeurs concernant l'opération. Ainsi, un travail important a été mené sur les échantillons (i) et (ii) pour déterminer la date des premières rumeurs importantes relatives aux transactions envisagées, et pour calculer le CMP voulu. Dans ce cadre, il était nécessaire d'utiliser des échantillons relativement restreints.

Ceci nous amène à une seconde limite méthodologique puisque le CMP n'a pas été calculé pour les trois autres échantillons de transactions : (iii), (iv) et (v). Chacun d'eux contient respectivement 1371, 800 et 638 opérations, et il n'était matériellement pas possible de procéder aux mêmes travaux que ceux menés pour les échantillons (i) et (ii). Cependant, si le CMP est un outil de comparaison intéressant et sans doute plus juste que les autres pour ces deux échantillons, le cours coté de la cible quatre semaines avant l'annonce constitue une référence relativement fiable. Cette méthode est utilisée, par exemple, par Rossi et Volpin (2003), et les résultats obtenus pour l'échantillon (ii) montrent que les ordres de grandeurs sont proches pour les deux valeurs : la prime moyenne sur le cours coté quatre semaines avant l'annonce ressort à 42,5% contre 43,2% pour le CMP. Dans un souci de cohérence, les résultats présentés dans la section II.3. de ce mémoire permettent évidemment de comparer les mêmes types de primes.

Un autre aspect délicat à analyser dans le cadre de cette recherche est l'impact fiscal du mode de paiement sur la prime d'acquisition. En effet, comme nous l'avons vu, une acquisition en titres permet un report d'imposition pour les actionnaires de la cible tandis qu'un paiement en cash est immédiatement imposable. Huang et Walking (1987) montrent que ce processus fiscal provoque un impact à la baisse sur la prime payée lors d'une acquisition en titres. Il serait donc logique d'observer des

primes plus faibles pour les transactions en ADR de l'échantillon (i) par rapport aux transactions en cash de l'échantillon (ii). Cependant, il est difficile de mesurer précisément cet effet fiscal et en tout état de cause, comme le souligne également Burns (2003), il ne peut expliquer à lui seul les 8,4 points d'écart de primes obtenus entre ces deux échantillons à partir des CMP.

Enfin, il n'est pas évident que les ADR comme moyen de paiement en soi constituent la raison principale de la différence de prime observée entre les deux types d'acquisitions de sociétés américaines par des sociétés étrangères. Certains auteurs estiment en effet qu'un phénomène d'auto-sélection<sup>1</sup> existe en ce qui concerne les sociétés étrangères qui mettent en place un programme de cotation aux Etats-Unis. Ainsi, les caractéristiques propres à ces sociétés pourraient expliquer une partie de la décote. Ce sont souvent des entreprises dont l'activité est très internationale ou de grands groupes solidement implantés dans leur pays d'origine, offrant généralement à leurs actionnaires un niveau de protection important et un accès privilégié à l'information sur leur société. La qualité de leurs titres justifierait alors des primes d'acquisitions plus faibles que celles payées par d'autres acquéreurs étrangers moins réputés. Afin de tester l'impact du moyen de paiement en lui-même, il pourrait être intéressant d'étudier les transactions réalisées sur des sociétés américaines cotées par des sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis via des ADR, et de comparer les primes obtenues pour des acquisitions en ADR par rapport à des acquisitions en cash. Il peut cependant s'avérer difficile de constituer des échantillons de taille significative étant données les contraintes d'une telle analyse.

## b) Portée de la recherche

Les résultats présentés dans ce mémoire concernent des acquisitions d'un montant supérieur à un milliard de dollars en valeur d'entreprise. Ce critère de taille est valable pour les cinq échantillons

<sup>1</sup> Voir à ce propos : Saudagaran (1990), Tolmunen et Torstila (2005)

étudiés, mais alors que la valeur d'entreprise médiane des opérations contenues dans les échantillons (ii), (iii), (iv) et (v) varie entre 2,4 et 2,7 milliards de dollars, celle de l'échantillon (i) s'élève à 4,2 milliards (voir la section II.3.b). Or, Rossi et Volpin (2003) montrent que les transactions de taille importante sont généralement associées à des primes d'acquisitions plus faibles. Ainsi, l'écart de taille entre les opérations de l'échantillon (i) et celles de l'échantillon (ii) pourrait expliquer une partie de la différence observée entre les primes payées. Afin de neutraliser cet effet de taille, il serait intéressant d'étudier des échantillons de transactions d'une taille moyenne équivalente avec ADR et sans ADR. Là encore, les contraintes sont nombreuses et risquent de conduire à des échantillons de taille limitée, d'autant que d'autres problèmes peuvent apparaître : écart-type de la taille des opérations, qualité des données collectées, etc... Il est donc important de garder à l'esprit que les résultats présentés ici sont valables pour des acquisitions de grande ampleur.

Le tableau en annexe 3 présente le détail des opérations contenues dans l'échantillon (i), et l'on peut constater que les acquéreurs considérés sont originaires de pays développés (Australie, France, Royaume-Uni, etc...). Ceci s'explique sans doute par le fait que seules les grandes sociétés des pays riches ont les moyens de mener des acquisitions de plus d'un milliard de dollars aux Etats-Unis. Mais les résultats obtenus en termes de primes comme en termes de délais ne peuvent être considérés comme valides pour des opérations plus petites réalisées par des entreprises originaires de pays émergents par exemple. Sur la base des travaux de La Porta et al. (1998) et de Shleifer et Wolfenzon (2002), qui se sont intéressés à l'impact de l'environnement légal sur le financement d'acquisitions, Burns (2003) montre que les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis effectuent peu d'acquisitions en titres lorsque la législation de leur pays d'origine ne protège pas efficacement les actionnaires minoritaires. De plus, ces sociétés doivent payer des primes d'acquisitions plus élevées, compte tenu du risque plus important pour les actionnaires

américains, que leurs pairs originaires de pays plus sûrs. Un autre élément à prendre en compte est la volatilité des taux de change, qui est souvent plus importante dans les pays émergents et qui a un impact non négligeable sur la qualité d'une monnaie d'échange telle que les ADR. Ainsi, une analyse des acquisitions réalisées aux Etats-Unis par des entreprises originaires de pays émergents ferait certainement ressortir des écarts de primes beaucoup moins importants entre des opérations en titres et en cash. L'intérêt de la mise en place d'un programme ADR pour une société originaire d'un pays en développement est donc plus difficile à cerner, d'autant qu'on observerait dans ces pays une « fuite » du flux d'ordres suite à la double cotation d'une entreprise locale aux Etats-Unis, provoquant une forte réduction de la liquidité et une augmentation de la volatilité des titres concernés sur le marché local<sup>1</sup>.

Ces différents éléments permettent de nuancer les résultats obtenus et de préciser le contexte dans lequel ils doivent être considérés.

---

<sup>1</sup> Ces enjeux dépassent le cadre de ce mémoire, voir : Moel (2000)



---

## Conclusion

L'acquisition en titres d'une société américaine cotée est considérée comme une offre publique sur le marché américain, et les titres en question doivent se soumettre aux mêmes exigences vis-à-vis des autorités de régulation américaines que pour une cotation sur un marché national. La mise en place d'un programme ADR constitue alors pour une entreprise étrangère le meilleur moyen d'accéder aux investisseurs américains et de se positionner aux Etats-Unis dans la perspective d'opportunités de croissance externe. Les ADR offrent en effet aux émetteurs étrangers la possibilité de réaliser des acquisitions en titres en bénéficiant de certaines facilités accordées par la SEC. Ils ouvrent également une voie royale aux acteurs financiers américains pour investir dans des valeurs étrangères au « format » américain et ainsi diversifier leurs portefeuilles. En ce sens, les ADR cotés représentent une monnaie d'échange de qualité, et la volonté d'acquérir des cibles américaines apparaît comme une motivation importante dans l'instauration de ce type de programmes.

L'élément central à considérer est alors le prix payé pour des acquisitions sur les marchés américains. La recherche menée ici montre que l'utilisation d'ADR permet aux sociétés étrangères de payer moins cher leurs acquisitions aux Etats-Unis, ce qui justifie en partie l'acceptation par ces sociétés des contraintes réglementaires américaines particulièrement lourdes. L'écart entre les primes d'acquisitions payées par des entreprises étrangères selon que la transaction fait intervenir des ADR ou non est d'au moins 4 à 5 points. En revanche, même avec des ADR, les acquéreurs étrangers payent plus cher leurs cibles américaines que les acquéreurs américains, bien que l'écart soit faible lorsque l'on se concentre sur les acquisitions en titres (2 à 3 points). Comme on pouvait s'y attendre, les ADR sont utilisés pour des opérations de grande envergure mais, contrairement à l'hypothèse émise, le délai de réalisation d'une acquisition

en ADR par une société étrangère est plus long qu'avec un autre moyen de paiement : il faut compter environ 2 mois de plus en moyenne.

Ces résultats ont été obtenus à partir de transactions d'un montant supérieur à un milliard de dollars en valeur d'entreprise. Ils concernent donc des opérations de taille importante dans lesquelles les sociétés originaires de pays émergents sont peu représentées. Il est probable que les conclusions seraient différentes pour des transactions plus petites et faisant intervenir des titres moins bien perçus par les investisseurs américains.

Conscient des limites de cette recherche, je pense qu'elle apporte un éclairage intéressant sur des problématiques stratégiques de finance d'entreprise, alors que la littérature sur les ADR se focalise souvent sur des enjeux de marché.

---

## Bibliographie

Bancel, F. et U.R. Mittoo (2001), "European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings", *European Financial Management* 7, pp. 213-236.

Burns, N. (2003), "The Role of Cross-Listed Stock as an Acquisition Currency: Evidence from Takeovers of US Firms", Working Paper, Ohio State University.

Citibank Securities Services (2005), "An Information Guide to Depositary Receipts", Citibank NA, New York, NY.

Cochrane, J., J. Shapiro et J. Tobin (1996), "Foreign equities and U.S. investors: breaking down barriers separating supply and demand", *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 241, 19-32.

Coffee, J. (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review* 93, pp. 641-708.

Doidge, C. (2004), "US Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual Class Firms", *Journal of Financial Economics* 72, pp. 519-553.

Doidge, C., G.A. Karolyi, et R. Stulz (2003), "Why are Foreign Firms Listed in the US Worth More?", *Journal of Financial Economics* 71, pp. 205-238.

Errunza, V.R. et D.P. Miller (2000), "Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets", *Journal of Financial and Qualitative Analysis* 35, pp. 577-599.

Fanto, J. et R. Karmel (1997), "A report on the attitudes of foreign companies regarding a U.S. listing", *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 51.

Foerster, S. et A. Karolyi (1999), "The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign listings in the U.S.", *Journal of Finance* 54, 981-1014.

Hamet, J. (2001), « La cotation des titres d'une entreprise française sur un marché étranger et ses conséquences pour l'actionnaire », Paris, PUF.

Hénisse, P. (2001), "Pour les groupes français, Wall Street a (un peu) moins la cote", *L'Expansion* 644, p. 50.

Huang, Y. et R. Walking (1987), "Target abnormal returns associated with acquisition announcements, Payment, acquisition form and managerial resistance", *Journal of Financial Economics* 19, pp. 329-349.

J.P. Morgan (2005), "ADR Reference Guide", disponible sur : [http://www.adr.com/pdf/ADR\\_Reference\\_Guide.pdf](http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf)

Karolyi, G.A. (1998), "Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications", in *Financial Markets, Institutions, and Instruments* Vol. 7, Boston, MA, Blackwell Publishers.

King, M.R. et D. Segal (2003), "Corporate Governance, International Cross-Listing and Home Bias", *Canadian Investment Review* 16, pp. 8-19.

King, M.R. et D. Segal (2003), "International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis", Working Paper, Bank of Canada.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, pp. 1113-1155.

Le Fur, Y. et P. Quiry (2002), "Recherche : La cotation à l'étranger", *Lettre Vernimmen* 11, pp. 3-4.

Miller, D. (1999), "The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts", *Journal of Financial Economics* 51, pp. 103-123.

Mittoo, U.R. (2003), "The Value of U.S. Listing: Does a U.S. Listing Improve Stock Performance in the Long Run?", *Canadian Investment Review* 16, pp. 31-37.

Moel, A. (2000), "The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Markets", Working Paper, Harvard Business School.

Pagano, M., A. Röell et J. Zechner (2002), "The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad?" *Journal of Finance* 57, pp. 2651-2694.

Reese, W. et M. Weisbach (2002), "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings", *Journal of Financial Economics* 66, pp. 65-104.

Rossi, S. et P. Volpin (2003), "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", ECGI Working Paper Series in Finance 25/2003.

Saudagaran, S.M. (1990), "An Investigation of Selected Factors Influencing Multiple Listing and the Choice of Foreign Stock Exchanges", *Advances in Financial Planning and Forecasting* 4, pp. 75-122.

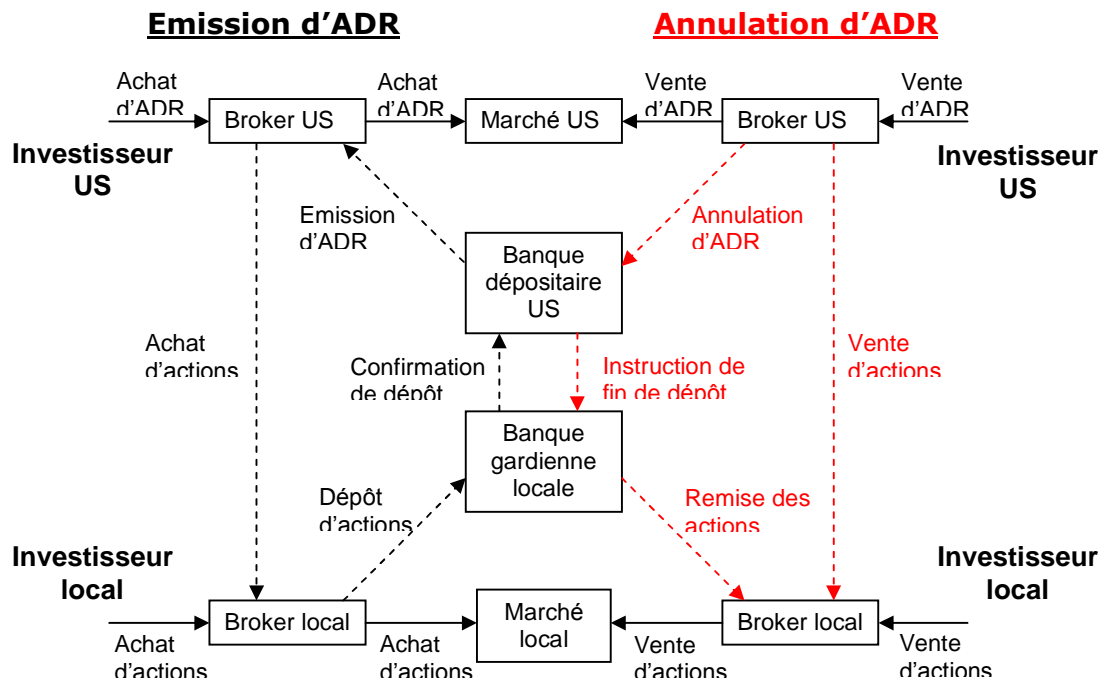
Shleifer, A. et D. Wolfenzon (2002), "Investor Protection and Equity Markets", *Journal of Financial Economics* 66, pp. 3-27.

Siegel, J. (2001), "Can foreign firms bond themselves effectively by submitting to U.S. law?", Working Paper, Cambridge MA: MIT Press.

Stulz, R.M. (1999), "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital", *Journal of Applied Corporate Finance* 12, pp. 8-25.

Tolmunen, P. et S. Torstila (2005), "Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence", *Financial Management (Printemps 2005)*, pp. 123-142.

## Annexe 1 : Processus de création et d'annulation d'ADR (Schéma)



## Annexe 2 : Détail de l'échantillon (i)

Date de l'annonce	Cible	Acquéreur	Nationalité de l'acquéreur	Valeur d'entreprise (Mds \$)	Valeur des fonds propres (Mds \$)	Prime sur le cours coté 4 semaines avant l'annonce	Prime sur le CMP* avant rumeurs	Délai (en jours)
22/01/1996	Premier Industrial	Farnell Electronics	UK	2 721	2 723	34,4%	34,6%	80
07/05/1996	Varity	Lucas Industries	UK	2 041	1 955	13,3%	21,8%	125
17/07/1996	New World	News Corp	Australia	4 242	2 754	60,2%	32,7%	189
21/01/1997	Dauphin Deposit	Allied Irish Bank	Ireland-Rep	6 608	1 459	49,0%	41,9%	168
17/03/1997	Heritage Media	News Corp	Australia	1 321	723	69,1%	71,7%	156
08/07/1997	Equitable of Iowa	ING Group	Netherlands	2 534	2 222	25,9%	20,5%	108
07/05/1998	Chrysler	Daimler-Benz	Germany	49 377	40 467	45,7%	44,6%	189
04/06/1998	DSC Com.	Alcatel	France	4 853	4 809	98,7%	94,8%	96
11/08/1998	Amoco	British Petroleum	UK	54 768	47 902	22,0%	23,2%	142
07/12/1998	PacifiCorp	Scottish Power	UK	12 498	7 689	35,7%	34,7%	358
18/01/1999	AirTouch Com.	Vodafone Group	UK	65 620	60 144	71,5%	29,3%	163
18/02/1999	TransAmerica	Aegon NV	Netherlands	19 710	9 698	37,6%	38,6%	153
01/04/1999	ARCO	BP Amoco	UK	33 485	27 224	54,4%	38,4%	383
26/07/1999	Roberts Pharma.	Shire Pharma.	UK	1 110	995	55,7%	26,8%	150
18/08/1999	Olsten	Adecco	Switzerland	1 191	725	-2,1%	27,0%	211
28/09/1999	Genesys Telecom	Alcatel	France	1 700	1 744	78,1%	42,6%	118
21/02/2000	Snyder Com.	Havas Advertising	France	2 247	2 257	43,0%	38,2%	218
22/02/2000	Consolid. Papers	Stora Enso	Finland	5 403	4 043	63,3%	64,3%	191
15/03/2000	LHS Group	Sema Group	UK	4 231	4 366	101,5%	102,9%	138
12/05/2000	Young & Rubicam	WPP Group	UK	4 940	4 974	-0,8%	20,8%	145
16/05/2000	Lycos	Terra Networks	Spain	5 564	6 214	31,6%	14,9%	164
12/07/2000	PaineWebber	UBS AG	Switzerland	19 035	12 325	53,5%	53,2%	114
24/07/2000	VoiceStream	Deutsche Telekom	Germany	38 760	29 104	-20,2%	-28,2%	311
14/08/2000	BHC Com.	News Corp	Australia	2 403	3 714	10,0%	12,1%	333
14/08/2000	Chris-Craft Ind.	News Corp	Australia	2 803	2 985	19,5%	25,0%	351
14/08/2000	United TV	News Corp	Australia	1 358	1 429	14,0%	12,5%	351
30/08/2000	AXA Financial	AXA Group	France	29 689	25 481	34,3%	36,4%	126
05/09/2000	Niagara Mohawk	National Grid	UK	9 005	3 124	35,7%	39,2%	513
07/09/2000	Delhaize America	Delhaize Freres	Belgium	6 873	3 112	19,3%	20,0%	231
11/09/2000	Dura Pharma.	Elan Corp	Ireland-Rep	1 855	1 703	54,0%	34,7%	60
29/09/2000	Silicon Valley	ASM Lithography	Netherlands	1 472	1 559	47,4%	67,4%	235
14/11/2002	Household Int.	HSBC	UK	95 903	14 194	6,7%	21,6%	134
31/10/2003	SICOR	Teva Pharma Inds	Israel	3 167	3 403	38,5%	36,8%	83
10/02/2004	ChipPAC	ST Assembly TS	Singapore	1 566	1 461	32,1%	44,0%	177
13/09/2004	Grey Global	WPP Group	UK	1 525	1 306	28,0%	14,2%	175
25/10/2004	International Steel	Ispat International	Netherlands	4 132	3 868	17,0%	15,5%	137
25/07/2005	IVAX	Teva Pharma	Israel	8 366	7 366	23,8%	17,6%	185
<b>Moyenne de l'échantillon (i)*</b>				<b>13 894</b>	<b>9 492</b>	<b>37,9%</b>	<b>34,8%</b>	<b>194</b>
<b>Médiane de l'échantillon (i)*</b>				<b>4 242</b>	<b>3 403</b>	<b>35,7%</b>	<b>34,6%</b>	<b>164</b>

\*Acquisitions de sociétés cotées américaines par des sociétés étrangères faisant intervenir des ADR

## Annexe 3 : Requêtes effectuées pour les échantillons (ii), (iii), (iv) et (v)

*Etant donnée la taille de ces échantillons (respectivement 164, 1371, 800 et 638 transactions), il n'est pas possible de présenter ici le détail des opérations qu'ils contiennent. Voici donc les requêtes qui ont servi à les constituer à partir de SDC Platinum :*

Session Details:			Session Details:		
<b>Echantillon (ii)</b>			<b>Echantillon (iii)</b>		
<u>Request</u>	<u>Hits</u>	<u>Request Description</u>	<u>Request</u>	<u>Hits</u>	<u>Request Description</u>
0	-	DATABASES: Domestic Mergers, 1979-Present (MA, OMA)	0	-	DATABASES: Domestic Mergers, 1979-Present (MA, OMA)
1	-	Date Announced: 01/01/1996 to TODAY: 01/01/1996 to 31/3/2006(Custom)	1	-	Date Announced: 01/01/1996 to TODAY: 01/01/1996 to 31/3/2006(Custom)
2	113555	Target Nation : US	2	113396	Target Nation : US
3	22282	Target Public Status : P	3	22267	Target Public Status : P
4	1713	Acquiror Nation : NOT US	4	20553	Acquiror Nation : US
5	198	Enterprise Value at Announcement (\$ mil): 1000 to 100000	5	3275	Enterprise Value at Announcement (\$ mil): 1000 to 100000
6	190	Consideration Offered Category : NOT 3	6	1371	Deal Status : C
7	167	Deal Status : C	7		Custom Report: All Deals US_US 1000 (Columnar) "All Deals US_US -> \$1bn
8		Custom Report: New Deals US_For 1000 (Columnar) "Deals US_For- >1000			

Session Details:			Session Details:		
<b>Echantillon (iv)</b>			<b>Echantillon (v)</b>		
<u>Request</u>	<u>Hits</u>	<u>Request Description</u>	<u>Request</u>	<u>Hits</u>	<u>Request Description</u>
0	-	DATABASES: Domestic Mergers, 1979-Present (MA, OMA)	0	-	DATABASES: Domestic Mergers, 1979-Present (MA, OMA)
1	-	Date Announced: 01/01/1996 to TODAY: 01/01/1996 to 31/3/2006(Custom)	1	-	Date Announced: 01/01/1996 to TODAY: 01/01/1996 to 31/3/2006(Custom)
2	113555	Target Nation : US	2	113732	Target Nation : US
3	22282	Target Public Status : P	3	22320	Target Public Status : P
4	20569	Acquiror Nation : US	4	20603	Acquiror Nation : US
5	3275	Enterprise Value at Announcement (\$ mil): 1000 to 100000	5	3286	Enterprise Value at Announcement (\$ mil): 1000 to 100000
6	974	Form of the Deal : EO, M	6	1376	Deal Status : C
7	800	Deal Status : C	7	638	Consideration Offered Category : 2
8		Custom Report: New Deals US_US EO 1000 (Columnar) "Deals US_US EO&M ->1000	8		Custom Report: Deals US_US hors EO&M (Columnar) "Deals US_US Com Shares ->1000