



Spin-offs : Enjeux comptables et financiers à travers la littérature

Patrick Navatte, Guillaume Schier

DANS **COMPTABILITÉ CONTRÔLE AUDIT 2017/1 Tome 23**, PAGES 97 À 125
ÉDITIONS **ASSOCIATION FRANCOPHONE DE COMPTABILITÉ**

ISSN 1262-2788

ISBN 9791093449098

DOI 10.3917/cca.231.0097

Date de mise en ligne : 12/04/2017

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-comptabilite-contrôle-audit-2017-1-page-97?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Association Francophone de Comptabilité.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [cairn.info/copyright](https://shs.cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

Spin-offs : Enjeux comptables et financiers à travers la littérature

Spin-offs: Accounting and financial issues across the literature

Patrick NAVATTE* et Guillaume SCHIER**

Résumé

L'opération de *spin-off* s'apparente à une scission partielle, et s'analyse comme une stratégie à multiples détentes d'un point de vue comptable et financier. La maison mère se sépare de l'une de ses activités, dont les actions vont être introduites sur le marché. C'est l'occasion pour elle de préparer minutieusement l'opération du point de vue de la gestion des résultats comptables de la société scindée. Mais c'est aussi éventuellement pour elle la possibilité d'utiliser le *spin-off* comme instrument de gestion de sa décote boursière due à sa diversification, et comme outil de création de valeur. En plus d'un point sur la littérature comptable

Abstract

Spin-offs involve a separation of part of the initiator's business, and appear to have multiple motivations from an accounting and financial point of view. The parent company separates from one of its divisions, whose stock is then listed on the market. The parent company may take the opportunity to meticulously prepare the flotation by managing the pre-transaction earnings of the spun-off firm. It may also use the transaction as a management tool to reduce its diversification discount on the market, or as a means of value creation. In addition to assessing the existing accounting and financial literature on *spin-offs*, this paper proposes a general model that offers an

* Professeur à l'IGR/IAE de Rennes, Membre du CREM UMR CNRS 6211

** Professeur de Finance, ESSCA School of Management

et financière relative aux *spin-offs*, un modèle général propose une vision intégrée des processus de *spin-off* qui est nécessaire et manquante actuellement.

MOTS-CLÉS : SPIN-OFF, MANAGEMENT DU RÉSULTAT COMPTABLE – JUSTE VALEUR – RECENTRAGE DES ACTIVITÉS DE LA FIRME – MANAGEMENT RÉEL DU RÉSULTAT COMPTABLE – ETUDES D'ÉVÉNEMENT – GOUVERNANCE D'ENTREPRISE.

integrated vision of the spin-off process, which is necessary but currently lacking from existing research.

KEYWORDS: SPIN-OFF – EARNINGS MANAGEMENT – FAIR VALUE – CORPORATE REFOCUSING – REAL EARNINGS MANAGEMENT – EVENT STUDIES – CORPORATE GOVERNANCE.

Correspondance : Patrick Navatte
 IGR/IAE de Rennes
 Université de Rennes 1
 11 rue Jean Macé 35000 Rennes
 patrick.navatte@univ-rennes1.fr

Guillaume Schier
 ESSCA School of Management
 1 Rue Joseph Lakanal, 49000 Angers
 guillaume.schier@yahoo.fr

Remerciements : Les auteurs souhaitent exprimer leur reconnaissance au CREM, à l'IGR-IAE de Rennes, et à l'ESSCA Ecole de Management, pour leur soutien et le financement apporté à cette recherche, ainsi qu'à Caroline Tahar et à Lionel Touchais pour leurs conseils et suggestions. De plus, nous souhaiterions remercier tout particulièrement l'éditeur Charles Piot et ses réviseurs anonymes pour leurs très utiles commentaires, ainsi que pour l'aide continue dont nous avons bénéficiée tout au long du processus de révision. Leur bienveillance a été grandement appréciée, ainsi que leurs très notables suggestions. Bien entendu, toutes les erreurs restantes nous incombent.

Introduction

Le succès croissant des opérations de *spin-off* reflète la lutte que mènent les entreprises pour faire comprendre aux investisseurs ce que sont leur réelle valeur et leur vrai potentiel de croissance. En séparant une division du reste des activités d'un groupe diversifié, et en introduisant ses actions sur le marché, on accroît la visibilité des actifs concernés (Habib *et al.* 1997), et on contraint la nouvelle entité à générer des ressources pour financer sa propre croissance (Gertner *et al.* 2002). En se recentrant, la société mère, initiatrice de l'opération, se libère d'une complexité de gestion (Gilson *et al.* 2001), d'arbitrages difficiles en matière de politique d'investissement, voire diminue son risque.

Depuis 2006, en France et en Europe, de très grosses opérations de *spin-off* ont attiré l'attention comme celle d'Arkéma (branche chimie) qui s'est séparée de Total, comme celle d'Edenred qui s'est dissociée d'Accor en 2010, et comme celle d'Aperam (branche aciers inoxydables) qui s'est séparée d'ArcelorMittal en 2011. Ces opérations de scission partielle qui font des sociétés récipiendaires des

entités juridiquement indépendantes transfèrent des montants d'actifs énormes, mais aussi des dettes sociales très importantes.

Le *spin-off* apparaît ici comme une opération à multiples détentes. Elle s'insère en effet dans un processus stratégique incluant à la fois des aspects comptables, mais aussi des considérations financières et de gouvernance. Au-delà de la volonté des firmes de modifier dès que possible le périmètre de leurs opérations vers des activités à plus forte valeur ajoutée, le *spin-off* peut être l'occasion de mettre en place une gestion des résultats avant l'annonce de la mise sur le marché des actions de la société scindée. Cependant c'est aussi l'occasion pour la société mère de mieux valoriser ses actifs du fait d'une simplification de sa structure, et d'une plus grande transparence. Interviennent alors des phénomènes de gouvernance forts. Ainsi dans la nouvelle entité scindée, il va falloir nommer un nouveau dirigeant, mettre en place un nouveau conseil d'administration, et définir en accord avec l'actionnariat de la société mère, le niveau des liens qui subsistera entre la société mère et le *spin-off*. Bien sûr, une nouvelle gestion des résultats pourra éventuellement prendre place après opération. L'objet de notre démarche est alors de mieux comprendre à l'aide d'un modèle global les aspects processuels du *spin-off*, et de les mettre en relief à l'aide d'une analyse de la littérature, et de plusieurs exemples.

D'un point de vue comptable, ces opérations modifient le périmètre de consolidation des groupes desquels les nouvelles entités sont issues, sans en changer pourtant immédiatement l'actionnariat. Ces opérations peuvent impliquer l'augmentation de fonds propres pour l'initiateur puisqu'une évaluation à la « *fair value* » intervient en ce qui concerne les actifs et dettes transférés, l'évaluation étant souvent différente de la valeur comptable enregistrée. Par ailleurs, on peut s'interroger sur l'impact à moyen terme de ce procédé de déconsolidation d'activités ou de filiales (Xu *et al.* 2007). En ressort-il un lissage des bénéfices futurs, et une diminution du risque ? Lors de ces opérations, quel *reporting* spécifique adopter pour informer au mieux les actionnaires et les prêteurs (application de la norme *IFRS 5* relative aux « actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », mais aussi des comptes *pro-forma*) ? Enfin, quelles sont les implications de ces opérations en matière de ratio d'endettement (Dittmar 2004), et est-il possible d'en espérer des résultats comptables plus élevés ? La première partie de cet article s'attache à répondre à ces questions, et conclut plutôt positivement quant au potentiel effet d'habillage des comptes inhérents aux opérations de *spin-off*.

D'un point de vue financier, s'il y a diminution du risque et maintien voire accroissement des profits des firmes issues du *spin-off*, il devrait y avoir création de valeur. On peut donc utiliser le prisme du marché financier pour vérifier qu'à l'annonce de ces opérations, des rendements anormaux positifs apparaissent (Ahn et Walker 2007). Dans ce cas, les *spin-offs* minutieusement préparés au niveau comptable constituent de bonnes nouvelles pour les actionnaires. Beaucoup d'études boursières ont été réalisées à court terme, certaines autres à plus long terme. La deuxième partie de cet article montre qu'un assez fort consensus existe au niveau des bons résultats obtenus des *spin-offs*. On conclut à une création de valeur, même si quelques différences semblent exister entre les cas américain et européen.

La troisième partie propose un modèle général permettant de mieux comprendre la démarche processuelle du *spin-off*. Elle identifie à chaque étape les savoirs à disposition et les manques de connaissance repérés, concernant les différents aspects de l'opération. Elle souligne le caractère statique et partiel des études réalisées sur une étape particulière, et propose l'adoption d'une vision plus intégrée des processus de *spin-off* qui serait novatrice et qui s'avère nécessaire bien que manquante aujourd'hui. On propose alors quelques pistes de recherche.

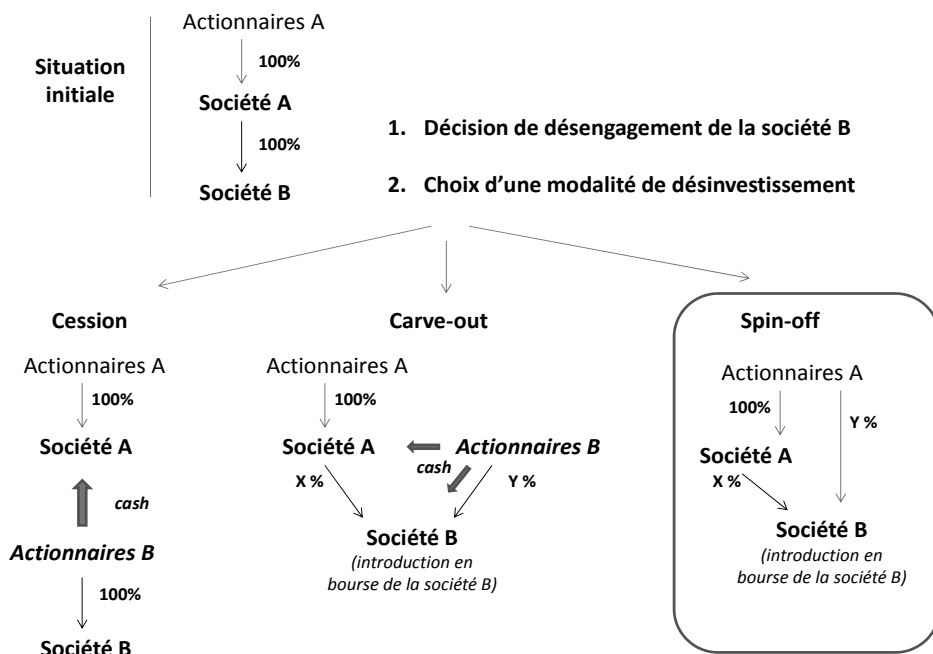
1. Les enjeux comptables d'une opération de *spin-off*

Stolowy et Breton (2003) assignent deux buts principaux à la gestion des données comptables ; l'ajustement de la variation du résultat par action, puis la modification du rapport dettes/capitaux propres. Dans la même optique, après avoir présenté la mécanique d'une opération de *spin-off*, son impact sur les indicateurs comptables, ainsi que les enjeux de gestion des résultats la concernant, nous abordons le thème des structures financières, pour terminer par les enjeux informationnels liés à cette opération.

1.1. La mécanique d'une opération de *spin-off*

Une opération de *spin-off* est une des modalités de désinvestissement possibles pour les firmes (Chen et Guo 2005) à côté de la simple vente d'actifs (*asset sell-off*) et de l'introduction partielle en bourse d'une division ou d'une filiale (*equity carve-out*). La figure 1 présente ces différentes modalités. Une opération de *spin-off* s'apparente à une opération de scission, mais s'en distingue tout de même. L'opération est généralement réalisée en deux étapes. La première consiste en un apport partiel d'actifs à une filiale existante ou nouvellement créée. La seconde étape a trait à l'attribution des titres de la filiale aux actionnaires de la société mère du groupe. Cette dernière étape prend la forme juridique d'une distribution de dividendes. En France, l'opération est le plus souvent neutre fiscalement sous réserve d'une demande d'agrément¹.

Figure 1
Les trois principales modalités de désinvestissement



Les deux opérations, apport partiel et distribution, bien que distinctes, s'analysent dès lors comme une seule et même opération. Ainsi, en contrepartie du transfert de patrimoine, la société récipiendaire doit attribuer aux actionnaires de la société transférante la totalité des actions émises et libérées. Dans le cas Aperam, le conseil d'administration d'ArcelorMittal autorisant l'opération a eu lieu le 7 décembre 2010. Les assemblées générales extraordinaires d'actionnaires ont pris place le 25 janvier 2011, et de nouvelles actions Aperam ont ainsi été émises, et attribuées aux actionnaires d'ArcelorMittal en proportion de leur participation. Une fois l'attribution de titres effectuée, les actionnaires d'ArcelorMittal ont été directement considérés en tant qu'actionnaires dans les registres d'Aperam. Le 31 janvier 2011, après approbation des autorités de marché, les titres Aperam ont été introduits (*Float* égal à 55 % des titres) concomitamment en bourse sur trois places de *Nyse Euronext* : Paris, Amsterdam et Luxembourg au prix de 27,32 € ce qui fut un succès, le titre prenant plus de 3 % en séance. À noter que la famille Mittal au moment de cette introduction détenait 40,8 % des actions Aperam.

Une opération de *spin-off* « totale » (lorsque 100 % des titres émis sont distribués), est une opération déconsolidante, dans la mesure où les actifs et passifs transférés sortent entièrement du périmètre de consolidation. C'est le cas d'Aperam. Elle permet de redessiner les frontières de l'entreprise parente en les restreignant, et de constituer une nouvelle société possédant sa propre gouvernance tout en introduisant de la flexibilité dans la gestion des données comptables. La norme *IFRS 10*, relative aux « États financiers consolidés », est applicable dans l'Union Européenne pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2014. On s'attache désormais à réaliser une analyse économique de la notion de contrôle. En pratique, l'opération n'est déconsolidante que s'il n'y a plus contrôle ou d'influence notable.

Par ailleurs, on parle d'une opération de *spin-off* « partielle » lorsqu'une partie des titres de la filiale est conservée par la société mère. L'opération de *spin-off* partielle n'est alors pas nécessairement déconsolidante. Toutes ces opérations semblent avoir un effet positif sur les performances comptables des firmes considérées.

1.2. L'impact des *spin-offs* sur les indicateurs comptables de performance

Les résultats des principales études sont présentés sur le tableau 1. Une grande majorité d'études américaines suggère une amélioration des performances d'exploitation après opération pour la société mère en cas de recentrage. Ceci est en conformité avec les préceptes de la théorie de l'Agence qui veulent que la simplification des structures conduise à une gestion plus efficace des opérations, et que les synergies négatives soient éliminées. Quand il y a de plus recentrage, les performances n'en sont que meilleures. Ces résultats ne sont cependant pas totalement confirmés par les études de Murray (2008) et de Boreiko et Murgia (2013) réalisées dans un environnement Européen. Ainsi, les performances opérationnelles, à la différence des résultats obtenus sur le marché américain, n'augmentent que dans la nouvelle entité scindée, et non plus dans la société mère après le *spin-off*. De plus, Boreiko et Murgia (2013) constatent que les améliorations d'efficacité se produisent surtout dans les *spin-offs* issus de divisions créées de toutes pièces par la société mère, même sans qu'il y ait recentrage, et que les *spin-offs* impliqués dans des opérations ultérieures de fusion ou d'acquisition n'enregistrent pas de gain supplémentaire, ce qui contredit les résultats des études américaines.

Tableau 1
Performances opérationnelles observées pré et post *spin-off*

Auteurs	Echantillon et Période d'étude	Principales mesures de performance employées	Principaux résultats
Woo, Willard et Daellenbach (1992)	51 <i>spin-offs</i> sur la période 1972-1986. (États-Unis)	Rentabilité opérationnelle Market to Book Ratio Variation du Chiffre d'affaires	La performance opérationnelle des <i>spin-offs</i> n'augmente pas après l'opération de <i>spin-off</i> . Après 3 ans, 55 % des <i>spin-offs</i> voient leur rentabilité baisser et 49 % voient la croissance de leur chiffre d'affaires diminuer.
Cusatis, Miles et Woolridge (1993)	161 <i>spin-offs</i> entre 1965 et 1990 (États-Unis)	Variation du Chiffre d'affaires Résultat d'exploitation Variation des investissements Total Actif	Performance opérationnelle relative médiocre pré <i>spin-off</i> . Amélioration de la performance opérationnelle post-opération tant pour la société mère que pour la société issue du <i>spin-off</i> .
Daley, Mehrotra, and Sivakumar (1997)	85 <i>spin-offs</i> entre 1975 et 1991 (États-Unis)	Rentabilité opérationnelle Variation des investissements Investissements/Actif Total	Amélioration de la performance opérationnelle globale, et notamment celle de la société mère mais les opérations non liées à un recentrage semblent ne pas conduire à une amélioration de performance.
Anslinger, Klepper and Subramaniam (1999)	Non précisé (États-Unis)	Chiffre d'affaires Rentabilité économique	Augmentation de la rentabilité du capital investi des <i>spin-offs</i> de 7,4 % à 12,9 % en moyenne deux ans après l'opération. Le chiffre d'affaires du <i>spin-off</i> s'élève de 9 % sur deux ans, à comparer à 7 % en moyenne.
Desai and Jain (1999)	155 <i>spin-offs</i> entre 1975 et 1991 (États-Unis)	Flux d'exploitation/Actif total	Accroissement des performances opérationnelles post <i>spin-off</i> avec une augmentation supérieure dans les cas où l'opération implique une stratégie de recentrage.
Murray (2008)	60 <i>spin-offs</i> entre 1992 et 2004 (Royaume-Uni)	Résultat opérationnel/Chiffre d'affaires RCAI/Chiffre d'affaires Chiffres d'affaires/Actif économique	Les performances passées (sur les trois critères) de la société mère (avant le <i>spin-off</i>) sont inférieures à celles d'entreprises similaires La performance relative des <i>spin-offs</i> post-opération est négative pour les deux premiers critères et non significative pour le troisième.

Chemmanur et Debarshi (2009)	196 <i>spin-offs</i> entre 1980 et 2000 (États-Unis)	Productivité globale des facteurs	Performances passées des usines situées dans le <i>spin-off</i> supérieures à celles des usines conservées dans la société mère. Amélioration de la productivité des usines post <i>spin-off</i> dans la société initiatrice. Renforcement de l'amélioration en cas d'acquisition ultérieure (idem pour les usines situées dans le <i>spin-off</i>).
Boreiko et Murgia (2013)	97 opérations entre 1989 et 2005 (Europe)	Flux d'exploitation/Actif total Flux d'exploitation/Chiffre d'affaires	La société initiatrice n'augmente pas ses performances post <i>spin-off</i> . Les sociétés issues des opérations de <i>spin-off</i> enregistrent des augmentations de performance. Elle est d'autant plus forte que les activités ont été initialement développées en interne (et non acquises sur le marché des fusions et acquisitions) et qu'elles se situent dans le même domaine que celui de la société mère.

Finalement, si les études américaines concluent à une amélioration des performances comptables de la société initiatrice et du *spin-off*, seule la nouvelle entité créée semble au niveau européen bénéficier d'une amélioration sensible de ses performances. L'analyse détaillée de leur résultat comptable s'impose, tant cet indicateur est l'objet d'attention par les analystes, et de commentaires par la presse.

1.3. Les *spin-offs* et la gestion des résultats

Le résultat comptable constitue un indicateur particulièrement scruté par le monde financier. Il peut donc se révéler tentant de le manipuler, par exemple en cas d'appel au marché financier dans un futur proche. Le *spin-off* impliquant une restructuration des activités, il peut être l'occasion d'une telle gestion pour la société scindée, mais aussi constituer en lui-même un outil de gestion réelle du résultat au niveau de l'initiatrice. Les cas Accor-Edenred et Aperam sont pris en exemple (cf. encadrés N° 1, N° 2).

1.3.1. LES DIFFÉRENTES APPROCHES DE LA GESTION DES RÉSULTATS

Si l'information comptable est bien sûr normée, on peut convenir que les dirigeants disposent tout de même d'une certaine latitude en matière de choix comptables et d'évaluation. Cette marge de manœuvre comme le disent Mard et Marsat (2009) peut les conduire alors, à ce qu'il est convenu d'appeler la mise en œuvre d'une « gestion des résultats ». Les raisons d'une telle pratique sont nombreuses. Watts et Zimmerman (1986) fondateurs de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité

indiquent que cette gestion des résultats peut être considérée comme un instrument permettant aux agents de maximiser leur utilité sous contrainte de rationalité limitée. Ils notent qu'elle peut résulter de la pression des actionnaires ou des créanciers (respect des *covenants*), mais elle peut aussi se justifier par la présence d'un contexte particulier, par exemple un appel prochain à l'épargne, une introduction ultérieure en bourse ou un retrait de la cote (Martinez et Serve 2011) ou encore un changement de dirigeant (Jeanjean 2001). Une volonté de réduire le risque perçu peut également se matérialiser grâce au lissage de la chronique des différents résultats, ce qui pourrait résulter aussi d'un *spin-off*. Ainsi, pour préparer la mise sur le marché des titres de la nouvelle entité, une gestion des résultats au travers des *accruals* pourrait intervenir. Au total, les choix discrétionnaires s'exercent alors souvent au moyen de variables comptables de régularisation (Teoh *et al.* 1998).

Par ailleurs, les dirigeants peuvent prendre dans la vie courante de l'entreprise des décisions de gestion qui auront aussi des impacts non négligeables sur le résultat comptable. Ils peuvent par exemple décider, de réduire les dépenses de recherche et développement, voire de publicité ou de promotion des ventes, ou encore de céder des actifs de façon anticipée ou retardée, dans un objectif d'influencer significativement les résultats publiés. On parle alors de « gestion réelle des résultats ». Xu *et al.* (2007) considèrent ainsi que le *timing* d'investissements ou de recherche de financements est décidé en tenant compte de cette perspective. Hermann *et al.* (2003), et Bartov (1993) trouvent que les firmes vendent certains de leurs actifs juste au moment où les plus-values réalisées vont permettre d'atteindre les estimations de résultats prévues par les analystes, ou de satisfaire aux contraintes de résultats imposées par les *covenants* inhérents aux dettes existantes dans l'entreprise. Barton (2001) rapporte encore que certaines firmes utilisent des actifs dérivés pour se couvrir contre les fluctuations des marchés (de change, de marchandises, etc.) afin de diminuer la volatilité de leurs résultats en fin de période. Hand *et al.* (1990) indiquent enfin que les firmes emploient la déconsolidation de dettes comme technique de gestion de leurs résultats. Gunny (2005) constate que les firmes qui sont contraintes dans leur capacité à augmenter leurs *accruals* de façon significative vont tenter de diminuer leurs frais administratifs de vente au maximum. On pressent donc qu'un certain niveau de substituabilité puisse exister entre ces deux modes de gestion des résultats, ce que montrent Cohen *et al.* (2008) d'autant plus que la gestion réelle des résultats semble moins facilement détectable.

1.3.2. LE SPIN-OFF : UN CONTEXTE DE GESTION DES RÉSULTATS

Comme les *spin-offs* impliquent une scission partielle de l'entité initiale, une mise sur le marché des actions de l'entité scindée, en général une déconsolidation, et l'adoption d'une gouvernance nouvelle, on peut imaginer que la préparation de l'opération est minutieuse, que le *timing* de l'opération n'est pas choisi de manière aléatoire, et que les choix de structuration de la nouvelle entité sont effectués de façon à ce que le marché financier réagisse favorablement à l'annonce de l'opération.

La gestion des résultats au niveau de l'initiatrice

L'interprétation IFRIC 17 traite de la « Distribution d'actifs non monétaires aux propriétaires ». À ce titre, elle s'applique aux opérations de *spin-off*, qui s'analysent comme une distribution particulière des actions de la société scindée sous forme de dividendes aux actionnaires de la société mère. Ainsi, le dividende, constitué des titres de la filiale (*spin-off*), doit être comptabilisé à sa juste valeur, à la date où celui-ci a été validé par l'autorité compétente (assemblée générale des actionnaires). En contrepartie,

les capitaux propres du groupe (réserves) sont diminués d'autant. À la date de distribution effective du dividende, l'entreprise transférante enregistre d'un point de vue économique en résultat une plus-value. La plus-value constatée est égale à la différence entre la juste valeur du dividende et la valeur nette comptable (consolidée) des actifs et passifs transférés (Giordano-Spring et Lacroix 2007). Au final, les capitaux propres de la société transférante varient du montant de la valeur nette comptable (consolidée) transférée. L'avantage procuré par le *spin-off* est qu'il peut ainsi permettre d'améliorer le résultat du fait de la plus-value réalisée, et donc d'atteindre le seuil prévu par les analystes financiers, d'où une « gestion de l'image comptable » de l'entreprise transférante par son intermédiaire, comme dans le cas Accor-Edenred (cf. encadré N° 1).

Encadré N° 1 Le cas Accor-Edenred

C'est ainsi qu'Accor a augmenté ses fonds propres en 2010, lors de l'opération de *spin-off* avec Edenred. Le groupe Accor a comptabilisé le 29 juin 2010 (AGE) une dette de 2 937 M€ représentant la juste valeur des actions Edenred créées. À la date de règlement, le 2 juillet 2010, Accor a procédé à la décomptabilisation des actifs et dettes consolidés inhérents aux actions créées, d'un montant net négatif de 1 181 M€ (valeur nette comptable consolidée). La plus-value était donc de 4 118 M€. Les actions distribuées, la dette de 2 937 M€ a été annulée, et finalement les capitaux propres ont augmenté de 1 181 M€ (4 118 M€ – 2 937 M€), soit la valeur nette comptable consolidée des actifs et passifs objets du *spin-off*.

Source : Comptes annuels

La gestion réelle du résultat peut être aussi entreprise dans une optique de réduction de la volatilité des résultats. Cependant il n'est pas évident que les firmes qui lissent leurs résultats aient un risque boursier moindre (coefficient bêta) ou un coût des fonds propres moins élevé (Stolowy et Breton, 2003).

Mais la société mère peut, elle aussi, avoir pour objectif de bénéficier de l'opération sur le marché financier. Ainsi, une réduction de la décote boursière d'ArcelorMittal est intervenue, le titre bénéficiant d'une transparence plus forte de son organisation industrielle, du recentrage de ses activités, et d'une plus-value réalisée sur les actifs transférés. Durant la période novembre 2010 à janvier 2011, on peut en effet noter que le cours boursier d'ArcelorMittal a progressé de 22 % (de 23 à 28 €), alors que dans le même temps, l'indice CAC40 n'a augmenté que de 5 %.

En fait, comme Nixon *et al.* (2000) l'ont indiqué, les opérations de *spin-off* sont souvent employées par des firmes largement diversifiées lorsque les résultats opérationnels des divisions ou filiales concernées sont faibles, la déconsolidation résultante améliorant l'image des comptes de la société parente. Ces opérations semblent aussi favoriser une meilleure prévision des résultats futurs de la société mère.

La gestion des résultats au niveau de l'entité scindée

La gestion des résultats avant le *spin-off* est tout à fait compatible avec la recherche d'une meilleure valorisation des activités du *spin-off* sur le marché (cf. encadré N° 2 cas ArcelorMittal-Aperam) lors de l'introduction en bourse des titres.

Encadré N° 2 Le cas ArcelorMittal-Aperam

Cette opération implique sans doute une gestion active des résultats d'Aperam « à la hausse » en 2010 pour préparer la mise sur le marché des titres, Le tableau ci-dessous présente les données comptables concernant Aperam, le *spin-off* ayant pris place en janvier 2011.

Résultats d'Aperam (millions €)

Années	2009	2010	2011	2012	2013
Résultat net comptable	-150	+105	-59	-111	-99

Le seul résultat positif est celui de l'année 2010 qui précède juste l'opération. Il peut donc y avoir présomption de gestion active.

Source : Rapports annuels Aperam

Par ailleurs, il n'est pas interdit de penser, qu'une fois un nouveau dirigeant nommé dans le *spin-off*, une nouvelle gestion active du résultat intervienne pour assurer les investisseurs de son talent. En effet, comme Mard et Marsat (2009) le montrent sur le cas français, un nouveau dirigeant étant nommé et une nouvelle structure de gouvernance étant adoptée, il peut y avoir une gestion à la « hausse des résultats » juste après le *spin-off*, le nouveau chef d'entreprise devant faire ses preuves.

Dans la même lignée, Missionier-Piera et Ben-Amar (2007) traitent des sociétés cibles d'OPA amicales en Suisse (gestion des résultats à la baisse de la cible avant opération pour la faciliter). Martinez et Serve (2011) considèrent des sociétés souhaitant se retirer de la cote (gestion des résultats à la baisse pour minimiser le prix d'offre). Dans notre cas bien sûr, il s'agirait pour la société scindée d'une gestion active à la hausse des résultats de manière à rendre présentable la nouvelle entité pour les investisseurs extérieurs. Le *spin-off* pourrait aussi engendrer une meilleure valorisation grâce à l'information engendrée par l'opération, bien que l'IFRS 8 donne déjà des informations par segments d'activités.

1.4. Le *spin-off*: un moyen de gestion de la structure financière

Les caractéristiques spécifiques d'une opération de *spin-off* (transfert d'actifs et de passifs) et la large autonomie déléguée aux équipes dirigeantes dans la structuration de cette opération créent également les conditions d'une gestion des données comptables (Xu *et al.* 2007) au niveau des fonds propres, ainsi que des dettes de l'entité initiatrice et de l'entité scindée.

Mehrotra *et al.* (2003) examinent les différences d'endettement qui interviennent à la suite d'un *spin-off*. Leurs tests tiennent compte des choix financiers passés de la société mère et des coûts d'ajustement de la structure financière vers un ratio « cible ». Ils constatent que les firmes, qui à la suite d'une telle opération disposent d'un endettement plus important, sont celles qui enregistrent les rentabilités sur actifs les plus élevées, qui possèdent une plus forte proportion d'actifs fixes, et une plus faible variabilité de leurs résultats. Dittmar (2004) constate que la nouvelle structure possède en général un ratio

d'endettement plus faible ou égal à celui de la société mère, mais de niveau comparable à celui des autres firmes du secteur concerné. L'encadré N° 2 Cas ArcelorMittal-Aperam (suite) confirme cette tendance.

Encadré N° 3 Cas ArcelorMittal-Aperam (suite)

Pour Aperam et ArcelorMittal le ratio d'endettement (dettes financières totales/capitaux propres) prend les valeurs suivantes :

Ratios d'endettement Aperam et ArcelorMittal

Années	2010	2011	2012
Aperam	1,01	0,80	0,852
ArcelorMittal	0,845	0,87	0,905

Selon Dittmar (2004), les opportunités de croissance à la disposition de la nouvelle entité créée, semblent constituer le principal déterminant du niveau d'endettement retenu. Murray (2008) étudie les conséquences d'une opération de *spin-off* dans un environnement européen où le financement par dette bancaire est plus important que celui observé aux États-Unis. À partir d'un échantillon de 60 *spin-offs* réalisés au Royaume-Uni entre 1992 et 2004, l'auteur montre que l'endettement médian des sociétés mères n'est pas significativement modifié à l'issue de l'opération.

Au total, les sociétés mères ne semblent pas profiter de l'occasion fournie par ces opérations pour se délester d'une partie significative de leur propre endettement, mais recherchent plutôt à doter les sociétés scindées de structures financières, adaptées à leurs projets d'évolution, et en relation avec les pratiques de leur secteur d'activité.

1.5. Les enjeux du *spin-off* en matière informationnelle

De par son caractère structurant, une opération de *spin-off* modifie profondément l'environnement informationnel de la société parente et de la nouvelle entité. Notons en outre que ces opérations nécessitent aujourd'hui un *reporting* spécifique. Mais elles ont aussi souvent pour conséquence une réduction des asymétries d'information.

1.5.1. DES INFORMATIONS ADAPTÉES EN MATIÈRE DE *REPORTING*

Ainsi, au titre de la norme *IFRS 5*, au cours de l'exercice t-1, le groupe initiateur doit annoncer son intention d'abandonner certaines activités (actifs et passifs concernés dans la mesure où la cession est hautement probable), la réalisation effective n'intervenant que durant l'exercice t. Dès lors tous les actifs et passifs inhérents à la cession doivent être considérés comme des actifs non courants ou des groupes d'actifs détenus en vue de la vente. Leurs actifs et dettes apparaissent alors dans des rubriques spécifiques au bas de l'actif et du passif sous les intitulés respectifs : actifs destinés à être cédés, passifs

destinés à être cédés. Au niveau du compte de résultat, le groupe doit distinguer le résultat des activités maintenues du résultat des activités abandonnées. Les éléments de charges et de produits relatifs sont isolés au niveau de la rubrique « résultat des activités abandonnées » avec un compte de résultat spécifique à ces activités, publié au niveau des annexes. De la même manière, le groupe doit préciser les flux de trésorerie nets attribuables aux activités d'exploitation, d'investissement et de financement issus des activités abandonnées. Il faut aussi noter l'obligation de donner aux investisseurs une information *pro forma*, de manière à leur permettre d'apprécier au niveau des états financiers historiques l'impact qu'aurait eu l'opération, si elle s'était produite à une date antérieure. Ceci doit permettre au lecteur des comptes d'effectuer des comparaisons, de façon à mieux l'informer sur les perspectives futures de l'opération. À ce niveau, on ne peut que regretter de trouver si peu de recherches dédiées au caractère réellement informatif de ces comptes *pro forma* (Bhattacharya *et al.* 2003) pour l'investisseur.

1.5.2. LA RÉDUCTION DES ASYMÉTRIES D'INFORMATION PAR LE BIAIS DE CE TYPE D'OPÉRATION

Notons la justification de l'opération Aperam donnée par Lakshmi N. Mittal avant l'AGE : « *le métier des aciers inoxydables est en compétition au sein d'ArcelorMittal pour l'allocation du capital par rapport aux objectifs stratégiques de croissance dans les actifs miniers ou encore dans les aciers carbone dans les pays émergents. De plus, la branche des aciers inoxydables ne reçoit que peu d'attention des marchés financiers en tant que partie intégrante du groupe ArcelorMittal du fait qu'elle ne représente que 5 % du résultat brut opérationnel. Des acteurs uniquement présents dans les aciers inoxydables ont généralement été cotés avec une prime par rapport à des sociétés plus diversifiées... Pour ces raisons, je suis convaincu qu'une société indépendante serait mieux positionnée afin d'attirer des capitaux... Ceci devrait en fin de compte engendrer une valorisation plus équitable de notre branche aciers inoxydables.* » (Lettre de Lakshmi N. Mittal aux actionnaires pour l'AGE du 25 janvier 2011, www.aperam.com). Ainsi, l'asymétrie d'information qui pouvait exister au niveau des investisseurs extérieurs disparaît, puisque les *cash-flows* générés par Aperam sont maintenant directement observables et non plus « noyés » dans les comptes d'ArcelorMittal, ce qui est à relativiser au regard de l'IFRS 8. De ce fait, la décote boursière attribuée à toute structure conglomérale est censée théoriquement s'amenuiser, ce qui fut le cas pour ArcelorMittal, et va dans le sens de la littérature (Hoechle *et al.* 2012), mais n'a pas été spécifiquement étudié dans le cadre d'un important échantillon de *spin-offs*.

Au total, la préparation minutieuse de ces opérations au niveau comptable (réalisation de plus-values, gestion active du résultat, montage déconsolidant, franchissement de seuils, volonté de diminution du risque global du groupe) ouvre la porte à une gestion des états financiers jusqu'ici peu abordée dans la littérature. Ces opérations offrent également des perspectives de valorisation de ces efforts au niveau du marché financier.

2. Les enjeux financiers d'une opération de *spin-off*

Le *spin-off* peut donc s'analyser comme un processus. La gestion des résultats comptables avant le *spin-off* va trouver sa concrétisation au niveau financier par l'intermédiaire d'une potentielle meilleure

valorisation des actifs de la société scindée sur le marché. Par ailleurs, il n'est pas exclu de constater, que la société mère, du fait de la simplification de sa structure suite à l'opération de *spin-off*, puisse réduire la décote boursière qui est associée à toute entreprise diversifiée. Enfin, des gains liés à une efficacité accrue pourraient intervenir à plus long terme. Après avoir passé en revue les différentes motivations financières du processus « *spin-off* », nous présenterons les résultats des diverses études réalisées à court et à moyen terme sur ce sujet. Puis, nous attirerons l'attention sur quelques limites de ces analyses.

2.1. Les motifs liés à ce type d'opération

Les motivations financières de l'opération sont nombreuses. D'abord, le *spin-off* peut être considéré comme une opération disciplinaire imposée par le marché dans son ensemble, pour obliger la société mère à plus de performances. Ensuite l'opération de *spin-off* peut être motivée par les ambitions du dirigeant dues aux perspectives de rémunération en *stock-options* offertes par une telle opération. Par ailleurs, une meilleure couverture des diverses activités par les analystes financiers du marché peut accroître aussi bien la valeur des actions de la société mère que celles de la nouvelle entité scindée. Enfin, le recentrage permis par les opérations effectuées devrait renforcer l'efficacité des firmes participantes, et se traduire au niveau boursier par un accroissement de valeur².

2.1.1. LE SPIN-OFF : UN SUBSTITUT À LA DISCIPLINE DU MARCHÉ

Chemmanur et Yan (2004) insistent sur le fait qu'avant opération, des menaces d'OPA ou d'OPE ont pu peser sur la société mère, et l'inciter à se séparer de certaines activités. En fait, une pression exercée par tous les acteurs externes à l'entreprise (Ahn et Walker 2007) influencerait positivement la décision d'entreprendre un *spin-off*, et donc de restructurer les activités de la firme à l'aide d'une scission. Berger et Ofek (1999) montrent que les dirigeants s'engagent dans des opérations de recentrage essentiellement sous la pression d'un événement disciplinaire comme une OPA ou un activisme actionnarial nouveau (cas Accor-Endenred), voire d'une chute du cours de bourse (Jain 1985), comme pour ArcelorMittal avant opération. En général, selon Boreiko et Murgia (2013) cette décision interviendrait aussi à la suite d'un changement de gouvernance, se traduisant par l'arrivée d'un nouveau dirigeant. De tout cela, il résulterait de meilleures performances opérationnelles ultérieurement, et un meilleur cours de bourse. De plus, de nouvelles opérations de fusion et acquisition pourraient voir le jour.

Seward et Walsh (1996) indiquent que les nouvelles formes de rémunération des dirigeants en actions de performance ou en *stock-options* constituent pour eux de puissants motifs de réalisation de ces opérations. Aron (1991) a d'ailleurs montré théoriquement que des améliorations de performance pouvaient être obtenues à l'aide de ces contrats incitatifs. Schipper et Smith (1983) ont quant à eux insisté sur le fait que les *spin-offs* pouvaient finalement se révéler être un moyen efficace de contrôler les dirigeants, et aussi de réduire les coûts d'agence qui naîtraient d'éventuels conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. À l'aide de régressions logistiques, Boreiko et Murgia (2013) estiment la probabilité de survenance de telles opérations au niveau européen, et trouvent qu'elles sont souvent déclenchées du fait des efforts de contrôle déployés par le marché dans son ensemble (changement de dirigeant et menace d'OPA).

2.1.2. LE *SPIN-OFF* ET LA COUVERTURE DES ACTIVITÉS DE LA FIRME PAR LES ANALYSTES EXTERNES

En scindant les activités en deux nouvelles entités, l'opération pourrait améliorer la transparence de l'information véhiculée par chacune d'entre elles. Nanda et Narayanan (1999) indiquent à ce propos que cela faciliterait l'appel au marché en cas d'émissions ultérieures de titres. De plus, Krishnaswami et Subramaniam (1999) pensent que les prévisions des analystes financiers en matière de résultats futurs en seront améliorées, ce qui est confirmé par l'étude de Gilson *et al.* (2001) en termes de précision.

2.1.3. LE *SPIN-OFF* ET LA RÉDUCTION DES SYNERGIES NÉGATIVES

Comment et Jarrell (1995) indiquent que les *spin-offs* qui contribuent notablement au recentrage des activités de l'entreprise, devraient créer plus de valeur et améliorer l'efficacité globale, en supprimant les synergies négatives qui pouvaient exister entre divisions. Desai and Jain (1999) confirment ce point de vue en indiquant que les rentabilités anormales des titres prenant part à ces opérations devraient enregistrer des gains supérieurs à court terme, si les opérations ont un effet marqué de recentrage. De plus, ils notent que les gains opérationnels dégagés après opération devraient y être plus élevés. Dans cette perspective, Gertner *et al.* (2002) s'intéressent aux changements de comportements qui peuvent intervenir en matière de politique d'investissement à la suite d'une opération de *spin-off*. Leurs résultats montrent que l'investissement des nouvelles entités est sensible après opération à leurs profits opérationnels, mais pas avant (les investissements de la division avant opération sont liés de manière positive aux profits de la société mère). Ces résultats vont dans le sens d'une amélioration de l'allocation du capital obtenue du fait d'un *spin-off*, et confirment ceux de Scharfstein et Stein (2000) ainsi que de Colak et Whited (2007). On peut aussi prétendre comme Biddle *et al.* (2009) qu'une plus grande transparence aura pour effet de rendre l'investissement plus efficient au sein de ces entreprises, en limitant le sous ou surinvestissement.

Ainsi on peut constater que, comme dans la plupart des montages (titrisation, fusion,...), si les aspects comptables sont associés et ont une importance non négligeable, ils ne sont cependant souvent assimilés qu'à un levier nécessaire permettant d'atteindre l'objectif premier qui est financier.

2.2. Le *spin-off*: une opération créatrice de valeur

On trouve principalement des études réalisées sur le cas américain à court terme (étude d'événement) reposant sur l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés boursiers. Les quelques résultats obtenus sur le cas européen seront commentés. Nous présentons par ailleurs les études effectuées sur un horizon de plus long terme (trois ans le plus souvent).

2.2.1. LES RÉSULTATS DES ÉTUDES À COURT TERME

Les analyses réalisées à court terme en la matière au cours des trente dernières années sur le cas américain s'accordent sur deux résultats fondamentaux. Le premier est l'existence d'une création de valeur inhérente aux opérations de *spin-off*. Le second est le renforcement de cette création de valeur lorsque l'opération est associée à une manœuvre de recentrage de la part de la société parente. Le tableau 2

présente une synthèse de 32 études (dont 29 sur les États-Unis) faisant état d'une rentabilité anormale moyenne cumulée positive lors de l'annonce du *spin-off* de l'ordre de 3 % à 5 % pour la société mère. Plusieurs variables de contrôle ont été mobilisées lors de ces études. Les principales sont relatives aux motivations d'ordre réglementaire associées à certaines opérations (Schipper et Smith 1983), à leur taille, et aux effets de recentrage impliqués. Comme anticipé, plus l'opération de *spin-off* représente une part importante de l'actif initial de la firme, et plus la création de valeur est forte (Hite et Owers 1983 ; Miles et Rosenfeld 1983).

Au-delà du recentrage, d'autres études ont focalisé leur attention sur différents déterminants financiers afin de tenter d'expliquer la création de valeur observée. L'opération de *spin-off*, en réduisant l'opacité, augmente la qualité de l'information perçue par les apporteurs de capitaux, et réduit la décote des actions de ces groupes (Gilson *et al.* 2001) tout en améliorant l'allocation du capital (Scharfstein et Stein 2000). Cependant aucune étude boursière à notre connaissance ne traite, concernant les *spin-offs*, de la prévention des comportements de sur ou sous-investissement ni de leurs effets dans cette optique. Bien sûr, la potentielle sous-évaluation de la société mère constitue un puissant motif de réalisation de l'opération, les deux nouvelles entités pouvant en bénéficier, non seulement en termes de valorisation (Krishnaswami et Subramaniam 1999), mais aussi en termes d'appels plus fréquents et importants aux marchés de capitaux.

Très peu d'études récentes ont été réalisées sur le sujet à notre connaissance en Europe, à part celles de Veld et Veld-Merkoulova (2004), de Qian (2006), et de Boreiko et Murgia (2013). Elles concluent toutes à la création de valeur. Notons d'abord que ces opérations ont été moins nombreuses en Europe continentale qu'aux États-Unis, qu'au Royaume-Uni et dans le nord de l'Europe, et que les données ont peut-être manqué. L'étude de Boreiko et Murgia (2013) porte sur 97 cas impliquant 12 pays européens (période d'analyse : 1989-2005). Elle met notamment en relief l'importance du *spin-off* en tant que mécanisme de correction d'erreur passée. En effet, en distinguant les *spin-offs* issus d'acquisitions antérieures, de ceux émanant de scissions de divisions créées par voie de croissance interne, elle bat en brèche certains résultats considérés comme acquis par les études américaines. Ainsi, ce ne serait pas le recentrage des activités qui serait à la base du succès boursier de certains *spin-offs*, mais le fait que ces activités aient été acquises auparavant par voie de fusion et acquisition sans donner beaucoup de résultats positifs (Cas d'Aperam acquis lors de la fusion de Mittal avec Arcelor). La correction de l'erreur initiale serait alors appréciée par le marché. Cette analyse est confortée par le fait qu'aucune différence de performance boursière anormale n'est enregistrée relativement aux opérations impliquant des divisions créées par croissance interne ayant un effet de recentrage ou non.

Tableau 2
Rentabilités anormales observées à l'annonce de la création du spin-off

Auteurs	Zone Géo.	Période d'étude	Fenêtre d'événement	Spin-off (échantillon complet)				Spin-off associé à un recentrage			
				Taille de l'échantillon	RAC	t-stat	% positif	Taille de l'échantillon	RAC	t-stat	% positif
Hite et Owers (1983)	USA	1963-1981	(-1;0)	123	3,30 %	1 %	59 %	29	1,40%	1%	
Miles et Rosenfeld (1983)	USA	1963-1980	(0;1)	55	3,34%	1%					
Schipper et Smith (1983)	USA	1963-1981	(-1, 0)	93	2,84 %	1 %	62 %				
Rosenfeld (1984)	USA	1963-1981	(-1;0)	35	5,56%	1%					
Copeland, Lemgruber et Mayers (1987)	USA	1962-1982	(-1;0)	188	3,03%						
Denning (1988)	USA	1970-1982	(-6;6)	42	2,58%						
Seifert et Rubin (1989)	USA	1968-1983	(-1;0)	51	3,26%	1%	71%				
Ball, Rutherford et Shaw (1993)	USA	1968-1990	(-1; 0)	39	3,20%	5%	79%				
Vijh (1994)	USA	1964-1990	(-1;0)	113	2,90%	1%	63%				
Johnson, Brown et Johnson (1994)	USA	1980-1991	(-1;0)	113	3,42%						
Allen, Lummer, McConnell et Reed (1995)	USA	1962-1991	(-1;0)	94	2,15%	1%	73%				
Slovín, Sushka et Ferrao (1995)	USA	1980-1991	(0;1)	37	1,32%	5%	72%				
Michaely et Shaw (1995)	USA	1981-1988	(-2;+2)	9	4,46%	10%	67%				
Johnson, Klein et Thibodeaux (1996)	USA	1975-1988	(-1;0)	104	3,96%	1%	73%	47	5,42%	1%	81%
Seward et Walsh (1996)	USA	1972-1987	(-1;0)	78	2,60%	1%	68%				
Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997)	USA	1975-1991	(-1;0)	85	3,40%	1%		60	4,30%	1%	

Association Française de Comptabilité | Téléchargé le 10/06/2026 sur <https://sbs.eatim.info> (IP: 216.73.216.179)

Desai et Jain (1999)	USA	1975-1991	(-1;1)	144	3,84%	1%	71%	103	4,45%	1%	78%
Krishnaswami et Subramaniam (1999)	USA	1978-1993	(-1;0)	118	3,15%	1%	73%	88	3,59%		
Mulherin et Boone (2000)	USA	1990-1999	(-1;1)	106	4,51%	1%					
Gertner, Powers et Scharfstein (2002)	USA	1981-1996	(-1;0)	160	3,90%		69%	90	4,20%		
Chemmanur et Paeglis (2001)	USA	1991-1998	(-1;0)	19	4,45%	1%	84%				
Wruck et Wruck (2002)	USA	1985-1995	(-1;0)	172	3,58%	1%					
Maxwell et Rao (2003)	USA	1976-1997	(0;1)	80	3,59%	1%	75%	64	4,22%	1%	
Ahn et Denis (2004)	USA	1981-1996	(-1;1)	150	4,03%			106	3,29%	10%	
Ahn et Walker (2007)	USA	1981-1997	(-1;0)	102	3,16%						
Veld et Veld-Merkoulova (2008)	USA	1995-2002	(-1;1)	91	3,07%	1%	71%				
Chemmanur, Jordan, Liu et Wu (2010)	USA	1990-2000	(-1;+1)	139	2,19%	1%					
McNeil et Moore (2005)	USA	1980-1996	(-1;+1)	152	3,53%	1%	72%				
Rüdisüli (2005)	EU/USA	1990-2003	(-1;1)	772	2,80%	1%		443	3,50%	1%	
Veld et Veld-Merkoulova (2004)	EU	1987-2000	(-1;1)	108	2,66%	1%	61%	73	3,57%	1%	
Qian (2006)	EU	1987-2005	(-1;1)	157	4,82%	1%	73%				
Boreiko et Murgia (2013)	EU	1989-2005	(-1;1)	97	4,80%	1%	65%	61	5,70%	1%	62%

Note : RAC = Rendements Anormaux Cumulés

Tableau 3
Rentabilités anormales observées à long terme suite à l'opération de *spin-off*

Auteurs	Zone Géographique	Période d'étude	Fenêtre d'événement	Firme	Taille de l'échantillon	Rendement anormal moyen
Cusatis, Miles et Woolridge (1993)	USA	1965-1990	T à T+36 mois	Combiné	141	13,90 %
				Initiatrice	131	18,10 %
				<i>Spin-off</i>	146	33,60 %**
Michaely et Shaw (1995)	USA	1981-1988	T à T+24 mois	<i>Spin-off</i>	30	-59,13 %
Desai et Jain (1999)	USA	1975-1991	T à T+36 mois	Combiné	155	19,80 %**
				Initiatrice	155	15,20 %
				<i>Spin-off</i>	155	32,30 %**
McConnel, Ozbilgin et Wahal (2001)	USA	1989-1995	T à T+36 mois	Initiatrice	96	5,10 %
				<i>Spin-off</i>	96	-20,90 %
Kirchmaier (2003)	Europe	1989-1999	T à T+36 mois	Combiné	34	4,20 %
				Initiatrice	34	-5,90 %
				<i>Spin-off</i>	41	17,30 %*
Veld et Veld-Merkoulova (2004)	Europe	1987-2000	T à T+36 mois	Combiné	45	2 %
				Initiatrice	68	-0,40 %
				<i>Spin-off</i>	53	15,20 %
Boreiko et Murgja (2013)	Europe	1989-2005	T à T+36 mois	Initiatrice	97	19,6 %**
				<i>Spin-off</i>	97	53,6 %**

*, ** et *** : statistiquement significatif au seuil de 10 %, 5 % et 1 %

2.2.2. LES RÉSULTATS DES ÉTUDES À LONG TERME

Le tableau 3 présente les résultats des principales études relatives au potentiel de création de valeur à long terme des opérations de *spin-off*. Elles sont beaucoup moins nombreuses qu'à court terme. Si certaines études font état d'une création de valeur de long terme positive, et statistiquement significative pour la société scindée (Desai et Jain 1999 ou Cusatis *et al* 1993), les chiffres concernant les sociétés initiatrices sont un peu moins probants. Cusatis *et al.* (1993) indiquent qu'aux États-Unis la création de valeur à long terme associée à un *spin-off* est positivement reliée au fait que le *spin-off* se trouve par la suite impliqué dans une opération de fusion et acquisition.

Pour le cas Européen, les résultats sont positifs au niveau combiné des deux firmes, et des sociétés scindées mais plus mitigés au niveau des sociétés initiatrices comme Kirchmaier (2003), puis Veld et Veld-Merkoulova (2004) le montrent. Par ailleurs, les *spin-offs* européens étudiés par Boreiko et Murgia (2013) semblent résulter de l'avènement d'une nouvelle gouvernance, comme le recrutement d'un nouveau chef d'entreprise, ou de l'existence d'une menace extérieure de prise de contrôle (Chemmanur *et al.* 2010). De plus, ils constituent des opérations plus importantes que celles réalisées aux États-Unis. Les firmes qui les entreprennent sont aussi nettement plus diversifiées que les entreprises de l'échantillon de contrôle. Au total, il faut cependant noter les problèmes méthodologiques associés à ce type d'analyse, dont ceux signalés par Fama (1998), et la difficulté d'obtenir des résultats statistiquement significatifs par rapport aux études focalisées sur l'analyse de court terme.

2.3. Les limites des analyses présentées

Appliquée aux *spin-offs*, la méthodologie de l'analyse d'événement a l'avantage de proposer une mesure précise de l'effet de création (destruction) de valeur, et repose sur la méthodologie « robuste » mise au point par Fama *et al.* (1969), et améliorée du fait d'un modèle de marché « enrichi » par Fama et French (1992). Mais au-delà des difficultés du repérage de la date effective d'annonce de l'opération, cette méthode ne prend pas en compte tout l'aspect dynamique du processus qui se déroule. Elle fige les résultats à ce moment-là. Or, l'annonce d'une telle opération est suivie par une séquence d'événements complexes. Plusieurs auteurs ont déjà répertorié des effets significatifs au-delà de la date d'annonce, notamment lors de la date de réalisation effective de l'opération (Vijh 1994). En fait, une opération de *spin-off* consiste en un continuum d'opérations visant à restructurer les activités de la firme, et ceci commence avant la date d'annonce et se poursuit après, par la mise en place de l'équipe dirigeante au sein de la nouvelle entité, par l'adoption d'une gouvernance spécifique, la réalisation effective de l'opération, la mise sur le marché des titres, et enfin l'instauration d'une période de transition concernant les relations existantes entre la société mère et son ancienne filiale ou division. Quelques recherches similaires dans le domaine des fusions et acquisitions ont déjà prouvé l'intérêt du recours aux méthodologies croisées pour mieux comprendre l'origine du phénomène de création de valeur (Bruner 1999).

3. Comprendre le *spin-off* : propositions d'un modèle processuel global et de pistes de recherche

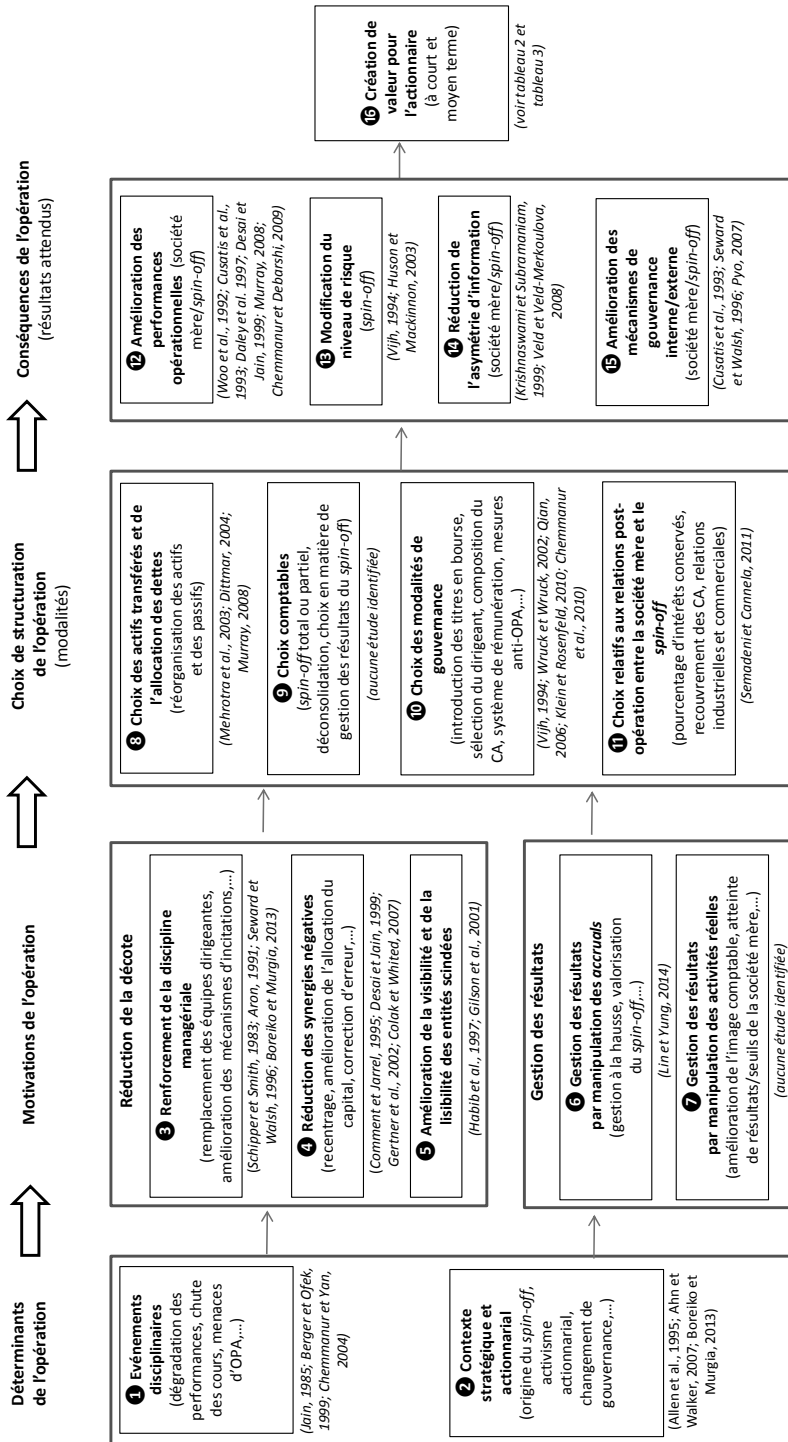
Les *spin-offs* sont des opérations complexes qui permettent de redéfinir les frontières des firmes. Alors que ces opérations s'inscrivent dans la durée et impliquent une multitude de choix relatifs à la structuration de la transaction, la très grande majorité des travaux porte sur une seule étape du processus (l'annonce) et n'intègre que très partiellement l'aspect dynamique de ces opérations. Nous proposons dans cette section une vision intégrée des processus de *spin-off* qui nous semble nécessaire, et qui nous permet à la fois d'identifier des manques et de proposer de nouvelles pistes de recherches. Nous proposons ainsi un modèle faisant intervenir l'analyse conjointe des enjeux comptables et financiers du *spin-off*, nous permettant de les resituer dans une approche processuelle en articulant de façon dynamique, les déterminants, les motivations, les choix de structuration et les conséquences de ces opérations (figure 2). Les déterminants ainsi que les motivations de ces opérations (3.1) apparaissent ainsi plus complexes mettant en relation des motivations financières, associées à la réduction de la décote et des motivations comptables (gestion de l'image comptable de l'initiateur, notamment). Par ailleurs, les choix effectués en matière de structuration de l'opération (3.2) quant aux actifs et dettes transférés, mais aussi en termes de gouvernance, ou d'indépendance vis-à-vis de la société mère vont avoir une portée de moyen terme, et jouer un rôle médiateur important dans le processus de création de valeur. Enfin ces opérations ont des conséquences multiples (3.3) en termes de performances opérationnelles, de risque, de réduction des asymétries et d'amélioration des mécanismes internes et externes de gouvernance et *in fine* de création de valeur pour l'actionnaire.

3.1. Les déterminants et les motivations associées aux opérations de *spin-off*

Les opérations de *spin-off* semblent être déterminées notamment par des événements disciplinaires (❶) qui s'inscrivent dans un contexte institutionnel et stratégique particulier (❷). Si de nombreux auteurs reconnaissent l'importance des événements disciplinaires (menace de prise de contrôle) comme facteurs déclencheurs d'une opération de *spin-off*, relativement peu d'études s'intéressent au contexte institutionnel et stratégique, alors même que l'étude récente de Boreiko et Murgia (2013) met en avant, dans un contexte européen, le fait que l'origine de l'entité scindée soit l'un des facteurs explicatifs le plus important dans la création de valeur observée. À cet égard, les évolutions de gouvernance préalables à l'opération semblent aussi déterminantes dans les choix futurs (Ahn et Walker 2007). L'activisme actionnarial peut également jouer un rôle non négligeable au niveau des déterminants de ce type d'opération. L'arrivée au capital du groupe Accor d'un ou plusieurs fonds d'investissement puissants, ayant l'habitude de travailler avec la presse peut modifier substantiellement la gouvernance, ainsi que les objectifs poursuivis. Ainsi Eurazéo et Colony ont pris une participation importante quoique minoritaire chez Accor (30 %). Les nouveaux actionnaires ont alors exigé une inflexion nette de la stratégie de l'entreprise se traduisant par un *spin-off*.

Concernant les motivations, la première de nature financière est associée à la réduction de la décote, l'opération de *spin-off* s'analysant comme l'opération inverse d'une diversification. La société

Figure 2
 L'analyse processuelle d'une opération de spin-off



initiatrice qui subit une décote boursière inhérente à toute société diversifiée (Hoechle *et al* 2019), peut ainsi souhaiter la voir se réduire à l'occasion de cette opération. Dans cette perspective, le renforcement de la discipline managériale (③) a été l'une des premières motivations étudiées (Schipper et Smith 1983). L'opération de *spin-off* constitue aussi l'occasion de mieux valoriser les actifs de la société scindée, et d'embaucher un nouveau dirigeant, voire une nouvelle équipe managériale dans le *spin-off*. Ce peut être aussi le moment pour renégocier les incitations des dirigeants à obtenir de bons résultats, et de leur fixer de nouveaux objectifs (Aron 1991).

La réduction des synergies négatives (④) fait partie de ce type de motivations (Comment et Jarrel 1993). Selon ces auteurs, cette réduction passe notamment par l'amélioration de l'efficacité de la politique d'investissement, du fait du recentrage et de l'abandon des pratiques de financement croisées.

L'amélioration de la visibilité des entités scindées associée à une meilleure couverture par les analystes financiers (⑤) renforce encore la motivation financière. La réduction de la décote peut intervenir du fait du *spin-off* et de la plus grande clarté des comptes qui en résulte. Une prévision plus précise des résultats futurs de la société initiatrice peut également en résulter.

La seconde motivation est de nature comptable, associée à la gestion des résultats des deux entités scindées. Elle a déjà été évoquée. Si nous avons mis en exergue précédemment (section 1) le fait qu'une opération de *spin-off* s'inscrit dans un contexte propice à la gestion des résultats, force est de constater que peu d'études existent sur le sujet. De manière explicite, nous n'avons identifié que l'étude de Lin et Yung (2014) qui montre l'existence et l'incidence d'une gestion des résultats par manipulation des *accruals* avant la réalisation d'opérations de *spin-off* dans un contexte américain (⑥). En revanche, aucune étude n'a été identifiée concernant la gestion des résultats par manipulation des transactions/activités réelles alors même que les caractéristiques d'une opération de *spin-off* s'y prêtent (⑦). Des études doivent être réalisées pour combler ce manque en priorité au niveau Européen.

Notons par ailleurs que les motivations financières et comptables ne sont pas nécessairement indépendantes titre d'exemple, Biddle *et al.* (2009) mettent en relief qu'une information comptable de meilleure qualité est liée à un moindre sous ou surinvestissement, ce que confirment André *et al.* (2014). Les *spin-offs* peuvent ainsi constituer un moyen de contrôler le risque de surinvestissement ou de sous-investissement du fait d'une information comptable plus pertinente.

3.2. Les choix de structuration du *spin-off*

Les opérations de *spin-off* recouvrent des réalités potentiellement différentes : *spin-off* total ou partiel, sortie ou pas du périmètre de consolidation, présence ou absence de liens entre la société parente et la filiale après l'opération. On peut donc vouloir étudier de façon précise, comme indiqué sur la figure 2, comment s'effectue la réorganisation des actifs et des dettes lors du *spin-off*.

Le choix du périmètre de l'opération est déterminant (⑧). Il semble ainsi que l'opération Total-Arkéma (2006) ait demandé deux ans de préparation. En plus du choix des actifs et des dettes à transférer dans la société scindée, il a fallu s'assurer de la viabilité d'Arkéma, donc de sa capacité à faire des bénéfices, mais aussi de son équilibre financier, c'est-à-dire du niveau de son endettement, et de ses possibilités de croissance. Bien sûr, des informations adaptées ont dû être fournies à l'époque t-1 (IFRS 5). Comme la littérature le suggère (Dittmar, 2004), les sociétés ne semblent pas profiter de ces

opérations pour alléger leurs ratios d'endettement, ce qui peut résulter des contraintes inhérentes à la valorisation des entités créées au travers d'une *IPO* (*Initial Public Offering*).

L'organisation de la préparation de l'opération constitue une autre préoccupation (9) alors même qu'aucun travail académique spécifique n'a pu à notre connaissance être identifié sur le sujet. En effet, les choix comptables faits autour d'une opération de *spin-off* nous semblent devoir être mieux compris. Par exemple, dans quelle situation l'apurement de pertes antérieures (*big bath*), s'il y en a, peut-il intervenir au niveau d'un *spin-off*? Lors d'une telle opération, il y a nomination d'un nouveau dirigeant dans l'entité scindée. Or, Mard et Marsat (2009), en s'intéressant à la période qui entoure la date de nomination d'un nouveau dirigeant, confirment l'existence d'une rupture en matière de choix comptables. Le nouveau dirigeant de la société scindée peut en effet vouloir assurer une progression des résultats futurs. Des recherches nous semblent ainsi devoir être entreprises (DeFond 2010) pour mieux cerner la « vraie qualité » des gains affichés dans le *reporting* comptable durant le déroulement du *spin-off* et après ce dernier.

Les choix effectués en matière de gouvernance ne semblent pas neutres non plus quant aux résultats futurs obtenus (10). A l'inverse du point précédent, une littérature abondante existe sur le sujet. Elle montre par exemple que l'origine des dirigeants au sein du *spin-off* a des conséquences sur la mise en place d'éventuelles mesures anti-OPA (Chemmanur *et al.* 2010) et sur la composition du conseil d'administration. Mais d'autres caractéristiques du système de gouvernance importent aussi en la matière. D'abord, la structure du conseil d'administration peut influencer, du fait du nombre d'administrateurs indépendants qu'il contient, les décisions finalement mises en œuvre par le dirigeant (Peasnell *et al.* 2005). Ainsi les commissaires aux comptes, les conseils et comités spécialisés, sans oublier les analystes financiers sont en position d'influencer la gestion des données comptables, son ampleur et ses procédures. Piot et Janin (2007) montrent ainsi l'impact du comité d'audit en matière de gestion des résultats. Le degré d'indépendance retenu entre la société mère et le *spin-off* post-opération (Semadani et Cannella 2011) doit aussi être inclus dans l'analyse, tout comme l'existence ou non d'une augmentation de capital réservée à de nouveaux blocs d'actionnaires, réalisée par le *spin-off* autour de la date effective de la scission (Klein et Rosenfeld 2010).

Enfin, notons que si l'opération de *spin-off* scinde le groupe initial en deux, les deux entités peuvent conserver des liens entre elles (11). Les liens restant peuvent prendre de nombreuses formes (conseils d'administration croisés, maintien d'une participation résiduelle, relations commerciales,...). A notre connaissance, une seule étude s'intéresse (Semadeni et Cannella 2011) explicitement à ces liens alors que l'architecture de l'opération peut conduire à une indépendance plus ou moins forte du *spin-off*. Dans cette perspective, un indicateur synthétique d'indépendance mériterait d'être construit.

On le constate donc, les modalités de structuration de ces opérations sont nombreuses, et vont influencer le niveau de création de valeur. La démarche processuelle proposée permet ainsi de mieux cerner le potentiel de création de valeur en introduisant une série de variables médiatrices propres à mieux rendre compte de la diversité des opérations et de leurs conséquences.

3.3. Les conséquences de l'opération et la création de valeur

L'objectif ultime est de mieux valoriser les actifs de la société scindée et de la firme initiatrice. Quatre conséquences des opérations de *spin-off*, associées à la création de valeur (16) ont été identifiées :

l'amélioration des performances opérationnelles (12), la modification du niveau de risque (13), la réduction des asymétries d'information (14) et l'amélioration des mécanismes de gouvernance interne et externe (15).

Concernant le niveau de risque (13), le *spin-off* réduit en principe la diversification du groupe et affaiblit la capacité de l'entité scindée à rembourser ses dettes puisqu'elle ne bénéficie plus de la protection de la société mère. En fait, la société scindée doit rembourser ses dettes uniquement à l'aide de ses propres *cash-flows*. En outre, la variabilité des *cash-flows* de l'entité scindée est potentiellement plus forte que celle du groupe initial du fait d'un moindre degré de diversification de ses activités. Le risque de défaut de la société scindée augmente donc, et son *rating* devrait diminuer. À l'inverse, en ce qui concerne les asymétries d'information (14), un effet positif devrait intervenir en termes de valorisation, les résultats de chaque entité étant plus lisibles pour tous les investisseurs. Cependant l'impact du *spin-off* sur l'asymétrie d'information mériterait être mieux documenté, notamment dans un contexte européen. De même, les conséquences des opérations de *spin-off* sur les structures de gouvernance des deux entités sont mal connues (15). Des travaux de recherche complémentaires sont ainsi nécessaires, au niveau du marché du contrôle post-opération et relativement aux mécanismes internes de gouvernance des deux entités.

Indubitablement, c'est au niveau de la mesure de la création de valeur (16) et de l'amélioration des performances opérationnelles (12) que l'on trouve un maximum d'études réalisées, sans qu'une valeur ajoutée forte ne s'en dégage, puisque ces études sont le plus souvent statiques et focalisées sur une seule étape du processus.

Ainsi concernant les études boursières (32 effectuées à court terme, et 7 à plus long terme : cf. tableaux 2 et 3) qui constituent à peu près la moitié de nos références citées, on ne peut qu'être frappé par leur standardisation. D'abord elles se positionnent pratiquement toutes à l'annonce de l'opération sur le marché, sans qu'une identification précise de leurs déterminants et de leurs motivations ait eu lieu. La dynamique temporelle de l'opération est ignorée, ainsi que l'enchaînement des décisions qui a mené à sa réalisation, tous les aspects de gouvernance étant le plus souvent passés sous silence. Aucun *spin-off*, à notre connaissance n'a fait l'objet d'une étude de cas approfondie publiée, comme cela l'a été en matière de fusion (Bruner, 1999), et cela manque cruellement. C'est vraiment une piste de recherche que nous suggérons avec force : « l'anatomie » d'une opération de *spin-off* réalisée en croisant des savoirs comptables, financiers, des considérations stratégiques et de gouvernance, puisque la création de valeur résulte de tout cela. Dans la même lignée, il serait également bienvenu que des analyses du niveau de réduction de la décote, et non uniquement au travers de la mesure des rentabilités anormales cumulées, soient menées concernant la société initiatrice du *spin-off* au niveau d'un échantillon statistiquement suffisant. Le manque à ce niveau semble total.

Par ailleurs, même si un nombre non négligeable d'études relatives aux performances opérationnelles *post-spin-off* a été réalisé (8 études citées dont deux sur le cas Européen dans le tableau 1), on apprend assez peu de chose sur les mécanismes, et sur les canaux de transmission permettant à ces opérations de créer de la valeur. Nous suggérons donc une autre piste de recherche. Il faudrait alors en venir à des études où les échantillons d'opérations soient beaucoup plus « conditionnés », même s'ils sont de taille moins importante, pour que l'on puisse en apprendre plus. En effet, vouloir traiter des *spin-offs* sans autre précision (recentrage ou non, changement de dirigeant ou non, taille relative du *spin-off* importante ou non, indépendance commerciale et industrielle totale ou non vis-à-vis de la

société mère, etc.) a pour conséquence d'importer dans la modélisation une forte hétérogénéité inobservable dans les données (variables omises). Pour isoler l'effet du *spin-off* sur les résultats, il pourrait aussi être envisagé de recourir à la procédure d'Heckman dont l'objectif est de corriger le biais de sélection, puisque les firmes effectuant des opérations de *spin-off* peuvent disposer par rapport aux autres de caractéristiques singulières. Enfin, l'endogénéité peut aussi nous confronter à un problème de causalité inverse. Dans notre cas, on peut se demander si c'est le *spin-off* qui influence la performance ou l'inverse. Finalement l'économétrie de panel et des outils comme la méthode des moments généralisés peuvent se révéler utiles dans un tel contexte.

Conclusion

En 2010, le montant annuel des opérations de *spin-off* a atteint 54 milliards de dollars, et ce montant a plus que doublé en 2011. Ces opérations participent largement aux mouvements de restructuration des groupes. En moyenne, le *spin-off* crée de la valeur pour l'actionnaire aux États-Unis. Plus ces opérations sont importantes, plus elles impliquent une forme de recentrage, et plus la création de valeur observée est forte. Par ailleurs, il faut noter le caractère quasi disciplinaire de ces opérations. Ainsi, beaucoup sont mises en œuvre à la suite d'un problème de performance ou d'une situation financière dégradée. En outre, le fait de mettre sur le marché des firmes de taille plus petite augmente leurs probabilités de se faire acquérir ultérieurement. Ceci peut générer un double gain pour l'actionnaire, celui d'inciter les dirigeants à la performance et celui, plus aléatoire, de profiter d'une prime d'acquisition en cas de rachat.

Au niveau comptable, on note d'abord comme enjeux concernant ces opérations de *spin-off* une possible gestion des résultats des activités qui vont se séparer du groupe avant l'opération (en dépend la réussite de l'introduction en bourse), ainsi qu'une gestion du résultat au niveau de l'initiatrice, dans une perspective d'atteinte de seuil (lié aux prévisions des analystes financiers) ou de lissage des résultats. Ensuite, d'autres enjeux semblent non négligeables, comme le risque de gestion opportuniste du périmètre de consolidation, et l'utilisation de la « *fair value* » pour évaluer les apports. Au final, beaucoup de contributions restent à écrire sur le sujet, et cet article permet de les articuler dans un modèle global fondé sur une logique processuelle. Ce modèle met en relief les différents déterminants et motivations, les divers modes de structuration de ces opérations, ainsi que leurs conséquences, ce qui permet d'identifier certains manques dans la littérature. Ainsi par exemple en Europe, aucune étude n'analyse la gestion des résultats avant opération, ni la logique des choix ayant conduit à privilégier un *spin-off* global à une opération partielle. Les prochaines études de nature dynamique et multivariée (économétrie de panel) devraient se concentrer sur le contexte européen, ainsi que sur l'analyse des comptes de l'entité parente avant et après opération, sans oublier l'étude du parcours de la nouvelle société créée du fait du *spin-off*.

Notes

1. Aux Etats-Unis, les opérations de *spin-off* sont neutres fiscalement (Frank et Harden, 2001), sous réserve que la société mère distribue au minimum 80% des titres de sa filiale (cf. section 355 du code des impôts aux Etats-Unis). Selon Huyett et Koller (2011), l'aspect fiscal de ces opérations ne devrait pourtant pas être négligé dans le sens où il permet d'expliquer en partie le choix des firmes de procéder à des opérations de *spin-off* plutôt qu'à des cessions, notamment lorsque la plus-value comptable est importante.
2. Signalons qu'une autre explication a aussi été avancée pour justifier l'occurrence de *spin-offs*, c'est l'existence de transferts de richesse des créanciers vers les actionnaires de la société mère, du fait du montant de la dette transférée, et de la perte de l'effet de coassurance concernant son remboursement. Mais Hite et Owers (1983), Schipper et Smith (1983), et Maxwell et Rao (2003) n'ont pas confirmé l'importance de cet effet au niveau global.

Bibliographie

- Ahn, S., Denis, D. (2004). Internal capital markets and investment policy: Evidence from corporate *Spin-off*. *Journal of Financial Economics* 71: 489-516.
- Ahn, S., Walker, M. D. (2007). Corporate governance and the *spin-off* decision. *Journal of Corporate Finance* 13: 76-93.
- Allen, J., Lummer, S., McConnell, J., Reed, J. (1995). Can takeover losses explain *spin-off* gains? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30: 465-485.
- André, P., Filip, A., Marmousez, S. (2014). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionariat : le cas français. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 20 (3): 101-124.
- Anslinger, P., Klepper, S., Subramaniam, S. (1999). Breaking up is good to do – Restructuring through *spin-offs*, equity carve-outs and tracking stocks can create shareholder value, *McKinsey Quarterly*: 16-27.
- Aron, D. (1991). Using the capital market as a monitor: Corporate *spin-off* in an agency framework. *Rand Journal of Economics* 22: 505-518.
- Ball, J.N., Rutherford, R.C., Shaw R.J. (1993). The wealth effects of real estate *spin-off*. *Journal of Real Estate Research* 8: 597-606.
- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review* 76(1): 1-26
- Bartov, E. (1993). The timing of assets sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68(4): 840-855.
- Berger, Ph.G., Ofek, E. (1999). Causes and effects of corporate refocusing programs. *Review of Financial Studies* 12 (2): 311-45.
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, C., Larson, C. (2003). Assessing the informativeness and permanence of pro-forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics* 36: 285-319.
- Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, V.C. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2/3): 112-131.
- Boreiko, D., Murgia, M. (2013). European *spin-offs* origin, value creation, and long term performance. Free University of Bolzano-Bozen, Italy, *Economics & Management* paper series n° 5.
- Bruner, R. (1999). An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics* 51: 125-166.
- Chemmanur, T.J., Debarshi, N. (2009). The effects of corporate *spin-off* on productivity. *Working paper Boston College*.
- Chemmanur, T.J., Jordan, B.D., Liu, M.H., Wu, Q. (2010). Antitakeover provisions in corporate *spin-off*. *Journal of Banking and Finance* 34: 813-824.
- Chemmanur, T.J., Paeglis, I. (2001). Why issue tracking stock? Insights from a comparison with *spin-off* and carve-outs. *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (2): 102-114.
- Chemmanur, T.J., Yan, N. (2004). A theory of corporate *spin-off*. *Journal of Financial Economics* 72: 259-290.

- Chen, H.L., Guo, R.J. (2005). On corporate divestiture. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 24: 399-421.
- Cohen, D.A., Dey, A., Lys T.Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (3): 757-787.
- Colak, G., Whited, T.M. (2007). *Spin-off*, divestures, and conglomerate investment. *Review of Financial Studies* 20: 557-595.
- Comment, R., Jarrell, G.A. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics* 37: 67-87.
- Copeland, T., Lemgruber, E., Mayers, D. (1987). Corporate *spin-off*: Multiple announcements and ex date abnormal performance. in T Copeland ed: *Modern Finance and Industrial Economics*, N.Y.
- Cusatis, P., Miles, J., Woolridge, J. (1993). Restructuring through *spin-off*: The stock market evidence. *Journal of Financial Economics* 33: 293-311.
- Daley, L., Mehrotra V., Sivakumar, R. (1997). Corporate focus and value creation: Evidence from *spin-off*. *Journal of Financial Economics* 45: 257-281.
- Dechow, P.M., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2/3): 344-401.
- DeFond, M.L. (2010). Earning quality research: Advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics* 50: 402-409.
- DeFond, M.L., Park, C.W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.
- Denning, K.C. (1988). *Spin-offs* and sales of assets: An examination of security returns and divestment motivations. *Accounting and Business Research* 9 (73): 32-42.
- Desai, H., Jain, P.C. (1999). Firm performance and focus: long run stock market performance following *spin-off*. *Journal of Financial Economics* 54: 75-101.
- Dittmar, A. (2004). Capital structure in corporate *spin-off*. *Journal of Business* 77 (1): 9-43.
- Fama, E.F., French, K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47: 427-466.
- Fama, E.F. (1998). Market efficiency, long-term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 43 (3): 283-306.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R. (1969). The adjustment of stock price to new information. *International Economic Review* février: 1-21.
- Frank, K.E., Harden, J.W. (2001). Corporate restructurings: A comparison of equity carve-outs and *spin-offs*. *Journal of Business Finance & Accounting* 28(3): 503-529.
- Gao, L., Zhang J.H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance* 32: 108-127.
- Gertner, R., Powers, E., Scharfstein, D. (2002). Learning about internal capital markets from corporate *spin-off*. *Journal of Finance* 57 (6): 2479-2506.
- Gilson, S.C., Healy, P.M., Noe, C.F., Palepu K.G. (2001). Analyst specialization and conglomerate breakups. *Journal of Accounting Research* 39(3): 565-582.
- Gilson, S.C., Healy, P.M., Noe, C.F., Palepu, K.G. (2001). Corporate focus and the benefits from more specialized analyst coverage. *Journal of Accounting Research* 39 (3): 565-582.
- Giordano-Spring, S., Lacroix M. (2007). Juste valeur et reporting de la performance: débats conceptuels et théoriques. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, numéro thématique-décembre: 77-96.
- Gunny, K. (2005). What are the consequences of real earnings management? Working paper, University of Colorado.
- Habib, M.A., Johnsen, D.B., Naik, N.Y. (1997). *Spin-off* and information. *Journal of Financial Intermediation* 6: 153-176.
- Hand, J., Hughes, P.J., Sefcik, S.E. (1990). Insubstance defeasances: Security price reactions and motivations. *Journal of Accounting and Economics* 13(1): 47-89.

- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Healy P.M., Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *American Accounting Association* 13(4): 365-383.
- Hermann, D., Inoue, T., Thomas, W.B. (2003). The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41(1): 89-108.
- Hite, G.L., Owers, J.E. (1983). Security price reactions around corporate *spin-off* announcements. *Journal of Financial Economics* 12: 409-436.
- Hoechle D, Schmid M, Walter I, Yermack D, (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics* 103: 41-60.
- Huson, M.R., MacKinnon, G. (2003). Corporate spinoffs and information asymmetry between investors. *Journal of Corporate Finance* 9 (4): 481-503.
- Huyett, B., Koller, T. (2001), Finding the courage to shrink, *McKinsey Quarterly* 41: 2-6.
- Jain, P.C. (1985). The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth. *Journal of Finance* 40 (1): 209-224.
- Jeanjean, T. (2001). Incitations et contraintes à la gestion du résultat. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 7(1): 61-76.
- Johnson, G., Brown R.M., Johnson, D.J. (1994). The market reaction to voluntary corporate *spin-offs* revisited. *Quarterly Journal of Business and Economics* 33 (4): 44-57.
- Johnson, S., Klein, D., Thibodeaux, V. (1996). The effects of *spin-off* on corporate investment and performance. *Journal of Financial Research* 19 (2): 293-307.
- Kirchmaier, T. (2003). *The performance of European demergers*. Working paper, Centre for Economic Performance, London School of Economics, May
- Klein, A., Rosenfeld, J. (2010). The long-run performance of sponsored and conventional *spin-offs*. *Financial Management* Spring: 227-247.
- Krishnaswami, S., Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate *spin-off* decision. *Journal of Financial Economics* 53: 73-112.
- Lin, Y. C., Yung, K. (2014). Earnings management and corporate *spin-offs*. *Review of Quantitative and Financial Accounting* 43: 275-300.
- Mard, Y., Marsat, S. (2009). La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France. *Comptabilité-Contrôle Audit* décembre (3): 141-170.
- Mard, Y., Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionariat. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 18(3): 11-42.
- Martinez, I., Serve, S. (2011). Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote: Le cas des OPPO en France. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 17(1): 7-36.
- Maxwell, W.F, Rao, R.P. (2003). Do *spin-off* appropriate wealth from bondholders? *Journal of Finance* 58 (5): 2087-2108.
- McConnel, J., Ozbilgin, M., Wahal, S., (2001). *Spin-offs* ex-ante. *Journal of Business* 74: 245-280.
- McNeil C.R., Moore, W.T. (2005). Dismantling internal capital markets via *spin-off*: Effects on capital allocation efficiency and firm valuation. *Journal of Corporate Finance* 11: 253-275.
- Mehrotra, V., Mikkelson, W., Partch, M. (2003). The design of financial policies in corporate *spin-off*. *Review of Financial Studies* 16: 1359-1388.
- Michaely, R., Shaw, W.H. (1995). The choice of going public: *Spin-off* vs. carve-outs. *Financial Management* 24: 5-21.
- Miles, J.A., Rosenfeld, J.D. (1983). The effect of voluntary *spin-off* announcements on shareholder wealth. *Journal of Finance* 38 (5): 1597-1606.
- Mulherin, J.H, Boone, A.L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance* 6: 117-139.
- Missonier-Piera, F, Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : Une analyse dans le contexte Suisse. *Comptabilité-Contrôle-Audit* Juin: 137-156.
- Murphy, K., Zimmermann, J. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16: 273-316.

- Murray, L. (2008). *Spin-offs* in an environment of bank debt. *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (3): 406-433.
- Nanda, V., Narayanan, M.P. (1999). Disentangling value: Financing needs, firm scope, and divestitures. *Journal of Financial Intermediation* 8: 174-204.
- Nixon T.D., Roenfeldt, R.L., Sicherman N.W. (2000). The choice between *spin-offs* and sell-offs. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 14: 277-288.
- Peasnell, K., Pope, P., Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32(7-8): 1311-1346.
- Piot, F., Janin, R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review* 16 (2): 429-454.
- Pyo, U. (2007). Enhancing managerial incentives and value creation: Evidence from corporate spin-offs. *Journal of Economics and Finance* 31 (3): 341-358.
- Qian, B, Q. (2006). What drives European *spin-off* value effect? Impact of corporate governance, information asymmetry and investor irrationality on firm values. *PhD Thesis*, Cranfield University.
- Rosenfeld, J.D. (1984). Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth. *Journal of Finance* 39: 1437-1448.
- Rüdisüli, R. (2005). *Value creation of spin-off and carve-out*. PhD Dissertation : Université de Bâle.
- Scharfstein, D., Stein, J. (2000). The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. *Journal of Finance* 55: 2537-2564.
- Schipper, K., Smith, A. (1983). Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary *spin-off*. *Journal of Financial Economics* 12: 437-467.
- Seifert, B., Rubin, B. (1989). *Spin-off* and the listing phenomena. *Journal of Economics and Business* 41: 1-19.
- Semadeni, M.A., Cannella, A. (2011). Examining the performance effects of post *spin-off* links to parent firms: Should the apron strings be cut? *Strategic Management Journal* 32: 1083-1098.
- Seward, J.K., Walsh, J.P. (1996). The governance and control of voluntary corporate *spin-off*. *Strategic Management Journal* 17 (1): 25-39.
- Slovin, M., Suszhka, M., Farraro, S. (1995). A comparison on information conveyed by equity carve-outs, *spin-off*, and asset sell-offs. *Journal of Financial Economics* 37: 89-104.
- Stolowy, H., Breton, G. (2003). La gestion des données comptables : Une revue de littérature. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 9(1): 125-152.
- Teoh, S.H., Welch, I., Rao, G. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies* 3: 175-208.
- Veld, C.Y., Veld-Merkoulova, V. (2004). Do *spin-off* really create value? The European case. *Journal of Banking and Finance* 28: 1111-1135.
- Veld, C.Y., Veld-Merkoulova, V. (2008) An empirical analysis of the stockholder-bondholder conflict in corporate *spin-off*. *Financial Management* Spring: 103-124.
- Vijh, A.N. (1994). The *spin-off* and merger ex-date effects. *Journal of Finance* 49 (2): 581-609.
- Watts, R., Zimmermann, J. (1986). Positive accounting theory. Englewoods Cliffs, Nj : Prentice Hall
- Woo, C.Y., Willard, C.E., Daellenbach, U.S. (1992). *Spin-off* performance: A case of overstated expectation? *Strategic Management Journal* 13: 433-447.
- Wruck, E.G., Wruck, K.H. (2002). Restructuring top management: Evidence from corporate *spin-offs*. *Journal of Labor Economics* 20: 176-218.
- Xu, Z., Taylor, G. (2007). Consequences of real earnings management to meet analyst earnings forecasts on subsequent operating performance. Working Paper, University of Alabama.
- Xu, R.Z., Taylor, G.K., Dugan, M.T. (2007). Review of real earnings management literature. *Journal of Accounting Literature* 26: 195-228.