

Louvain School of Management

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique : l'impact d'une opération de fusion ou d'acquisition sur la performance des actions

Mémoire recherche réalisé par
Charline Van Remoortel

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

Promoteur
Philippe Grégoire

Année académique 2016-2017

En premier lieu, j'adresse mes remerciements à Monsieur Philippe Grégoire, professeur à la Louvain School of Management pour le temps et l'aide qu'il m'a consacrés.

Je remercie aussi l'équipe pédagogique de l'Université Catholique de Louvain pour l'enseignement de qualité apporté et les différentes infrastructures et outils mis à disposition.

Je voudrais également témoigner toute ma gratitude à ma famille pour leur soutien et leur encouragement particulièrement à ma sœur, Laury Van Remoortel, avec qui j'ai affronté chaque étape de mes études dont l'ultime a été le mémoire.

Pour finir, de manière plus générale, je souhaite remercier l'ensemble des personnes qui m'ont entourée tout au long de mon parcours académique et qui ont fait de ces cinq années d'étude à l'Université Catholique de Louvain une expérience extraordinaire.

TABLE DES MATIERES

Table des matières	I
Introduction	1
Partie I : Revue de littérature	3
Chapitre I.1. Présentation des sociétés d'acquisition à vocation spécifique	3
Section I.1.1. Définitions	3
Section I.1.2. Développement du secteur	5
Section I.1.3. Cycle de vie et fonctionnement	8
Chapitre I.2. Caractéristiques des SAVS américaines	13
Section I.2.1. Les parties prenantes	13
Section I.2.2. La structure de propriété.....	17
Section I.2.3. Les titres.....	18
Section I.2.4. Conflits d'intérêts.....	20
Chapitre I.3. La performance des titres des SAVS	23
Section I.3.1. Comportement du prix de l'action	23
Section I.3.2. Le rendement global	25
Section I.3.3. Le rendement lors de la phase « <i>no target</i> »	26
Section I.3.4. Le rendement lors de la phase « <i>target found</i> ».....	27
Section I.3.5. Le rendement lors de la phase « <i>acquisition completed</i> ».....	31
Section I.3.6. Stratégies d'investissement et rendement associé.....	37
Partie II : Hypothèses de recherche, données & méthodologies	39
Chapitre II.1. Développement des hypothèses de recherche.....	39
Chapitre II.2. Base de données	41
Section II.2.1. Constitution de la base de données	41
Section II.2.2. Analyse descriptive.....	42
Chapitre II.3. Méthodologie	45
Section. II.3.1. Comportement du prix de l'action.....	45
Section. II.3.2. Impact des F&A sur la performance des actions des SAVS.....	46
Partie III : résultats et discussion.....	53
Chapitre III.1. Comportement du prix de l'action	53
Section III.1.1. Résultats.....	53
Section III.1.2. Limites de la méthodologie.....	57
Chapitre III.2. Impacte des F&A sur la performance des actions des SAVS.....	59

Section III.2.1. Résultat — Hypothèse 2	59
Section III.2.2. Résultats — Hypothèse 3	63
Section III.2.3. Limites de la méthodologie	64
Conclusion	67
Bibliographie.....	71
Annexes	77
Annexe 1. Base de données	77
Annexe 2. Données détaillées sur les transactions étudiées	79
Annexe 3. Code relatif à l'étude d'événement sur l'annonce d'une potentielle F&A	81
Annexe 4. Code relatif à l'étude d'événement sur l'accomplissement de l'opération de F&A	85
Annexe 5. Données relatives au comportement du prix des actions des SAVS	88
Annexe 6. Données relatives à l'étude d'événement sur l'annonce pour chaque SAVS	90
Annexe 7. Buy-and-hold abnormal return de chaque SAVS.....	92

INTRODUCTION

Ce mémoire s'articule autour de la problématique de la création de valeur d'une opération de fusion et acquisition [F&A] pour les actionnaires d'une société d'acquisition à vocation spécifique [SAVS]. Le succès d'une telle transaction se mesure en recourant à différents indicateurs, notamment l'amélioration de la profitabilité, l'intégration structurelle ou encore le rendement boursier des actionnaires. Puisque nous nous intéressons précisément aux investisseurs, c'est cette dernière dimension qui va nous intéresser tout au long de ce mémoire. Ainsi, nous allons examiner la performance d'une F&A entre une SAVS et une entreprise privée en analysant la réaction des marchés financiers à cet événement. La problématique générale citée ci-dessus peut être affinée en trois sous-questions de recherche :

- Comment se comporte le prix de l'action des SAVS ?
- Quel est l'impact de l'annonce d'une potentielle opération de F&A sur la performance des actions des SAVS ?
- Comment la performance des actionnaires des SAVS évolue-t-elle à la suite de l'accomplissement de l'opération de F&A ?

Une discipline est donc au cœur de ce travail: la finance. Le thème s'inscrit ainsi dans la lignée de mes études d'ingénieur de gestion avec une spécialisation en finance et en constitue l'achèvement.

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique sont des coquilles vides dont le but est de mener une fusion ou une acquisition avec une entreprise privée en utilisant les fonds levés lors de son offre publique initiale. Elles représentent un véhicule d'investissement alternatif aux IPOs classiques et au fonds de placement privé. Suite à la crise de 2008, le secteur des sociétés d'acquisition à vocation spécifique était en déclin dû aux contrôles croissants de la Security and Exchange Commission [SEC], l'assèchement du marché des IPOs ainsi qu'à plusieurs acquisitions ratées (Chalamish, 2016). Cependant, à la reprise de l'économie américaine en 2011, le nombre de SAVS était en hausse et le secteur accaparait 12 % du marché américain des IPOs. En 2016, Efraim Chalamish intitule son article « *SPACs are back* » (p.63). En avril de la même année, l'entreprise « *CF Corporation* » a levé 600 millions de dollars par l'intermédiaire de son offre publique initiale faisant d'elle

la plus grande SAVS introduite en bourse depuis 2008 (Kolb & Tykvova, 2016). De plus, de grandes banques d'investissement se tournent désormais vers ces produits financiers. Par exemple, Goldman Sachs a mené sa première IPO de SAVS — « *Silver Run Acquisition Corporation* » — en février 2017 (Kolb & Tykvova, 2016). Malgré la réapparition des SAVS, certains auteurs s'interrogent sur la rentabilité qu'elles offrent à leurs actionnaires.

Ce travail est en ligne avec la littérature relative aux sociétés d'acquisition à vocation spécifique, plus particulièrement à leur performance financière. Ce véhicule d'investissement n'est cependant pas un thème grandement développé dans la littérature financière. Nous contribuons à l'enrichir en proposant une étude de synthèse sur leur organisation ainsi que sur les travaux empiriques précédemment menés relatifs au rendement de leurs actions. De plus, nous vérifions l'occurrence des résultats au sein d'un échantillon couvrant une période plus récente et pas encore étudiée commençant en 2010 et se terminant en 2016. Ainsi, une synthèse théorique et une application des précédentes études empiriques aux transactions plus récentes sont les deux principales contributions de ce mémoire.

La méthodologie suivie a commencé par la constitution d'une base de données de SAVS répondant à certains critères. Cet échantillon a fait l'objet d'une analyse descriptive. Ensuite, il a servi de base à l'analyse du comportement du prix de l'action. Pour finir, l'échantillon a été recyclé afin de mener une étude d'événement relative à l'annonce d'une potentielle opération de F&A et à l'accomplissement de cette transaction. La seconde partie du mémoire reprend une description détaillée de la méthodologie utilisée.

Ce mémoire se construit autour de trois grandes parties. La première couvre la littérature existante. Elle se scinde en trois chapitres. Tout d'abord, le secteur des sociétés d'acquisition à vocation spécifique sera présenté. Ensuite, nous développerons les caractéristiques de cet actif financier. Pour finir, les résultats des précédentes études empiriques portant sur la rentabilité des actions seront parcourus. La seconde partie énonce les différentes hypothèses de recherche, détaille la stratégie utilisée pour la collecte de données et décrit les méthodologies suivies. Enfin, la dernière partie discute des résultats obtenus et aborde les limites des méthodologies empruntées. La conclusion apporte un regard critique et propose d'autres pistes de réflexion.

PARTIE I : REVUE DE LITTÉRATURE

Chapitre I.1. Présentation des sociétés d'acquisition à vocation spécifique

Section I.1.1. Définitions

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique [SAVS] — ou *special purpose acquisition companies* [SPACs] — se définissent comme des véhicules d'investissement s'introduisant en bourse afin de lever des fonds dans le seul but d'acquérir une entreprise opérationnelle privée ou de fusionner avec cette dernière dans une limite de temps prédéfinie (Boyer & Baigent, 2008). Ce type d'entité ne conduit aucune activité et ne développe aucun business plan (Broude, 2007). La transaction permet à la société cible d'accéder au marché public sans recourir à sa propre introduction en bourse et ainsi de contourner des procédures lentes et complexes entourant les offres publiques initiales [IPOs] (Sjostrom, 2008).

Les fusions et acquisitions [F&A] entre une société d'acquisition à vocation spécifique et une entreprise privée sont régulièrement comparées aux fusions inversées — ou *reverse mergers* — intégrant une société-écran — ou *shell company*. La Cour européenne définit ce terme comme étant une « *fusion par absorption lorsque l'intégralité des parts sociales dans la société absorbante sont détenues par la société absorbée* » (cité dans Van Eynde & Dewaide, 2007, p.43). Cependant, la structure des *reverse mergers* se différencie de celle des SAVS sur certains aspects. Tout d'abord, une fusion inversée traditionnelle implique deux entités préexistantes où une entreprise privée acquière une société-écran publique. Elles n'intègrent donc pas nécessairement une SAVS. Ensuite, les fondateurs des sociétés d'acquisition à vocation spécifique fournissent à la cible leurs connaissances ainsi que des capitaux, contrairement à une fusion inversée. (Dimitrova, 2017)

Une *shell company* est définie par l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers — la Securities and Exchange Commission [SEC] — comme étant « *a registrant with no or nominal operations and either no or nominal assets, assets consisting solely of cash and cash equivalents, or assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets* » (SEC, 2005, p.1). Les sociétés-écrans peuvent être de deux types : les *natural* ou les *cash shell companies*. Les premières sont des

entreprises cotées qui ont soit vendu une grande partie de leurs actifs, soit été déclarées en faillite. Les *cash shells* lèvent quant à elles des fonds à travers une introduction en bourse classique. Cette dernière catégorie intègre les sociétés d'acquisition à vocation spécifique. (Kolb & Tykvova, 2016).

Les SAVS sont également assimilées aux *blank check companies*. Ces dernières sont définies par le SEC (2014, para.1) comme « *a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person* ». Cependant, la structure des SAVS est souvent telle qu'elle permet de contourner les exigences légales entourant les *blank check companies* destinées à protéger les investisseurs. Néanmoins, elles intègrent régulièrement certaines de ces règles afin d'attirer les investisseurs telles que le dépôt des fonds levés sur un compte escrow jusqu'à l'acquisition ou encore l'approbation de l'acquisition par les actionnaires. (SEC, 2014)

Pour finir, la littérature confronte les sociétés d'acquisition à vocation spécifique aux entreprises de placement privé - ou *private equity companies*. Ces deux types d'entité diffèrent sur de nombreux points. Premièrement, les investisseurs transfèrent leurs capitaux au fur et à mesure des transactions dans le cas des private equities alors que le versement a lieu avant même qu'une opportunité d'acquisition soit identifiée par les SAVS. Deuxièmement, la liquidité des titres est différente. En effet, les fonds de placement privé acquièrent des entreprises privées rendant aussi le prix de marché de l'organisme indisponible et la vente des parts difficile pendant la durée de vie du fond. Au contraire, les titres des SAVS sont vendus facilement puisque leur prix de marché est disponible à tout moment étant donné la présence de la société sur un marché boursier. Troisièmement, des frais annuels de gestion sont redevables par les investisseurs des deux véhicules financiers. Cependant, ceux-ci sont moindres dans le cas des SAVS. Environ 2 % du profit sont également alloués aux gestionnaires du fonds de placement privé alors qu'une part, généralement 20 % de la valeur de capitalisation de l'acquisition, est reversée aux fondateurs de la *blank check company*. Quatrièmement, l'implication des investisseurs dans les transactions diverge. D'une part, chaque acquisition doit être approuvée par les actionnaires des SAVS. D'autre part, les gestionnaires des fonds de placement privé maintiennent une certaine discrétion quant aux entreprises impliquées dans les opérations. Cinquièmement, alors que les sociétés d'acquisition à vocation spécifique ne comptent en

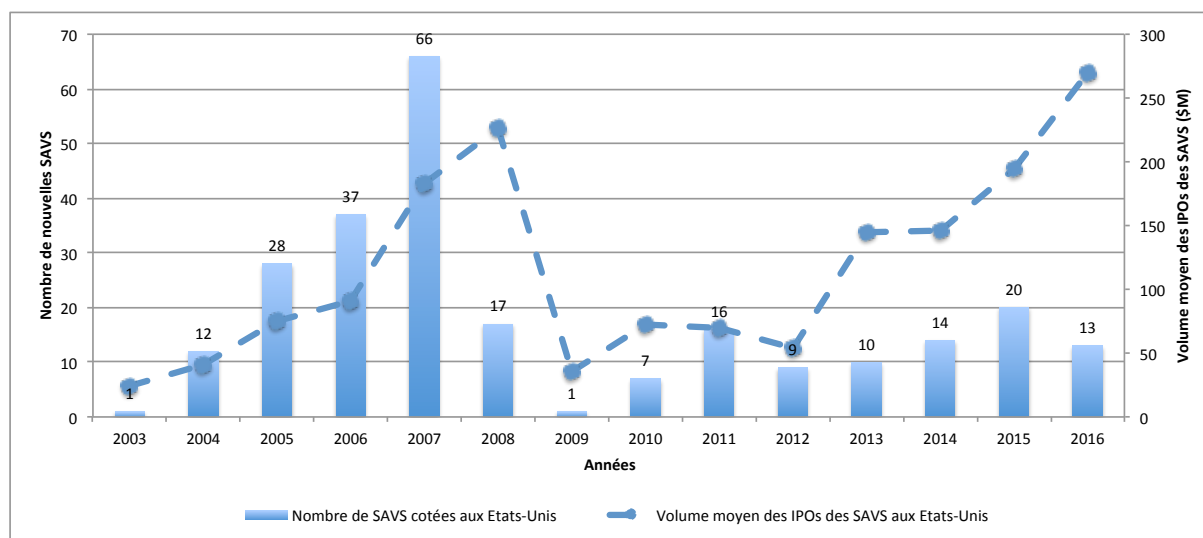
général qu'une acquisition ou une fusion — plus particulièrement aux États-Unis —, les fonds de placement privé en effectuent plusieurs. (Jenkinson & Sousa, 2011 ; Ignatyeva, Rauch & Wahrenburg, 2013)

Section I.1.2. Développement du secteur

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique trouvent leur origine à la fin des années 80, début des années 90 avec la première vague des *shell companies*. A l'époque, la plupart de ces sociétés-écrans n'étaient pas encore soumises à une réglementation, elles étaient souvent impliquées dans des fraudes, elles présentaient peu de transparence et leur performance liée aux acquisitions était décevante. (Ignatyeva, Wahrenburg, 2013)

En 2003, une nouvelle génération de *shell companies* — les sociétés d'acquisition à vocation spécifique — s'est développée aux États-Unis, suivis par l'Europe en 2005. Cette époque a marqué la renaissance de ces véhicules financiers. Elles sont désormais caractérisées par une réglementation plus stricte, une structure d'investissement avancée et des spécificités les rendant plus attractives. (Ignatyeva, Wahrenburg, 2013)

Comme le montre le graphique I.1, le secteur des sociétés d'acquisition à vocation spécifique aux États-Unis s'est développé entre 2003 et 2007 jusqu'à atteindre 66 nouvelles SAVS en 2007 (SpacAnalytics, 2017). Cette période représente l'âge d'or du marché en termes de nombre et de taille des SAVS introduites en bourse. De plus, la quantité de liquidations était relativement faible comparée au nombre d'entre elles ayant accompli leur objectif d'acquisition. Dû à la crise financière de 2008 et à l'assèchement des marchés boursiers, le secteur a ensuite dégringolé jusqu'à n'atteindre qu'un seul lancement en 2009. La préférence des investisseurs pour les liquidités a également contribué à la saturation de ces véhicules financiers en augmentant le nombre de liquidations. En effet, les investisseurs préféraient récupérer leurs capitaux de départ et votaient ainsi en défaveur de la proposition d'acquisition engendrant la liquidation de l'entité. (Cumming, Helge Hab & Schweizer, 2014)

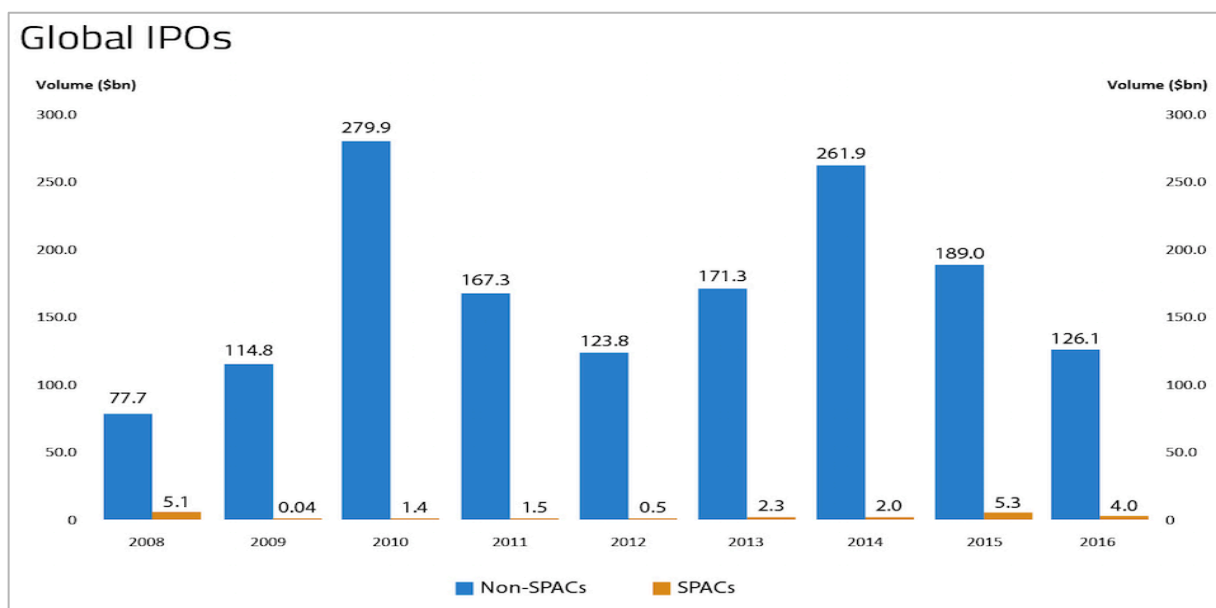
Graphique I.1: Evolution du secteur des SAVS aux Etats-Unis entre 2003 et 2016

Source : SpacAnalytics, 2017

Cependant, il n'a fallu qu'une année pour observer le retour des sociétés d'acquisition à vocation spécifique. De fait, en 2010, l'introduction en bourse de la société-écran *57th Street Acquisition Company* a marqué une nouvelle vague d'investissement dans ce type d'actifs aux États-Unis, en Europe et en Asie (Lakicevic, Shachmurove & Vulcanovic, 2014). Depuis 2015, les marchés de capitaux assistent à la résurgence de ces entreprises cotées en bourse en termes de nombre et de taille (Shilder & Killourhy, 2016). Après 2007, 2015 représente l'année affichant le plus deancements avec 25 SAVS levant 5,3 milliards de dollars¹ (Chalamish, 2016 ; Paris, 2016). Cette croissance a continué en 2016 avec l'émergence de SAVS de grandes tailles (Chalamish, 2016). De plus, comme illustré dans le graphique I.2, malgré la baisse de régime des IPOs depuis 2014, le volume des *blank check companies* cotées en bourse depuis 2015 dépasse celui de chaque année entre 2009 à 2014 (Proskauer, 2016). L'année passée, ces véhicules financiers représentaient 3,1 % du volume global des offres publiques initiales (voir graphique I.3). Bien que les États-Unis représentent le plus grand marché des SAVS, cette forme d'organisation a également émergé au Royaume-Uni, en Allemagne et dans d'autres pays européens (Chalamish, 2016). De plus, on les retrouve sur le continent asiatique notamment en Corée du Sud et en Malaisie (Chalamish, 2016).

¹ Données au niveau mondial

Graphique I.2: Evolution du volume global des IPOs des SAVS et des autres entreprises cotées entre 2008 et 2016



Source : Paris, 2016

Graphique I.3: Participation des SAVS au volume global des IPOs entre 2008 et 2016



Source : Paris, 2016

Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'engouement pour cette forme d'actifs financiers ces dernières années. Premièrement, les conditions de marché pour lever des fonds sur le marché des capitaux propres se sont améliorées. Deuxièmement, les actionnaires sont plus enclins à placer leur argent dans des véhicules exposés à des opportunités dans des placements en capital privé. Troisièmement, les investissements

dans des SAVS sont devenus plus attractifs grâce à une réglementation plus stricte aux États-Unis. Parmi ces règles, on peut noter le droit de vote des investisseurs lors d'une proposition d'acquisition ou encore la possibilité de récupérer son investissement de départ dans le cas d'une désapprobation de l'investisseur. Quatrièmement, cet enthousiasme pour ce type d'entité en Amérique a eu un effet positif au Royaume-Uni. Des fondateurs européens ont créé des SAVS et les ont ensuite introduites principalement au NASDAQ ou au London Stock Exchange. (Shilder & Killourhy, 2016)

La taille des sociétés d'acquisition à vocation spécifique évolue au fil des périodes dues aux conditions du marché ainsi qu'à la crise financière (voir graphique I.1). Entre 2003 et 2006, les *blank check companies* étaient plus petites puisqu'elles étaient les premières *cash shells* de ce type à intégrer le marché des capitaux. Par la suite, de 2007 à 2008, elles ont grandi grâce à l'intérêt du marché pour le produit et à l'implication d'institutions financières dans le rôle de souscripteur et de *market marker*. (Lakicevic et al., 2014)

Section I.1.3. Cycle de vie et fonctionnement

A la création de la société d'acquisition à vocation spécifique, les fondateurs injectent des capitaux dans l'entité et possèdent ainsi la totalité des fonds propres (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ensuite, Lewellen (2009) a identifié 3 étapes différentes dans le cycle de vie d'une SAVS (voir figure I.1) :

I.1.3.a. La phase « no target »

La première phase commence le jour de l'introduction en bourse de la société et se termine avant l'annonce d'une potentielle F&A (Lewellen, 2009). Avec l'aide des souscripteurs, les fondateurs procèdent à l'IPO de l'entité afin de lever des fonds pour procéder plus tard à une acquisition ou une fusion (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Les titres de la SAVS sont donc vendus sur le marché primaire et ensuite échangés sur le marché secondaire (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

L'allocation des fonds levés à travers l'IPO est déterminée à la création de la SAVS dans les statuts d'enregistrement (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Les règles fixées par la SEC contraignent les *blank check companies* à placer au minimum 90 % du montant levé

lors de l'introduction en bourse sur un compte escrow — ou fonds trust — (Dimitrova, 2017). Ils y resteront bloqués jusqu'à l'acquisition ou, à défaut de transaction, jusqu'à la liquidation de l'entreprise (Dimitrova, 2017). Le fonds sera investi dans des titres sans risque du gouvernement américain — ou *Treasury bills* — (Dimitrova, 2017). La nouvelle génération de SAVS tend à placer entre 95 % et 100 % des capitaux levés sur le compte escrow (Rodrigues & Stegemoller, 2013). Le montant restant ainsi qu'une proportion prédéfinie des intérêts générés sont utilisés pour couvrir les dépenses administratives, les fonds de roulement et les frais tels que la rémunération des souscripteurs, le coût des négociations ou encore de due diligence (Dimitrova, 2017 ; Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ce compte escrow a pour fonction première de fournir une garantie aux investisseurs publics de récupérer une majorité de leurs capitaux investis indépendamment du succès ou de l'échec de l'opération d'acquisition (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). De plus, il démontre la volonté des managers de se soumettre aux règles de la SEC régissant les *blank check companies* (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

1.1.3.b. La phase « target found »

La seconde phase s'étend de l'annonce relative à l'identification de l'entreprise cible à l'assemblée spéciale des actionnaires où se déroule le vote sur l'acquisition proposée (Lewellen, 2009). Durant cette étape, les fondateurs doivent obtenir le soutien des investisseurs afin de mener à bien le deal (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Lors de l'annonce, les fondateurs fournissent des informations sur la structure de la transaction ainsi que le nom de l'entreprise cible (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Davantage de renseignements sont par la suite divulgués à travers un prospectus imposé par la SEC (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

Pour qu'une acquisition soit réussie, l'opération doit remplir plusieurs exigences. Premièrement, la valeur de marché de l'entreprise cible doit être au moins égale à 80 % de la valeur nette des actifs de la SAVS c'est-à-dire, des fonds placés sur le compte escrow. Deuxièmement, une majorité des actionnaires doivent voter en faveur de la transaction. Troisièmement, le pourcentage d'investisseurs convertissant leurs actions en argent ne doit pas excéder un certain seuil prédéfini par la société-écran. Il se situe en moyenne entre 20 et 40 pourcents. Cependant, le vote des actionnaires n'est pas imposé par la loi mais est couramment appliqué. (Dimitrova, 2017 ; Cumming et al., 2014)

La structure des SAVS laisse penser que les fondateurs ont identifié certaines opportunités d'acquisition ou de fusion avant l'introduction en bourse. En effet, une telle opération est le but premier de ce type de structure. Cependant, ce n'est certainement pas le cas lorsque la société prend près d'une année pour procéder à l'annonce d'une transaction. De plus, la régulation américaine ne permet pas aux *blank check companies* de réaliser des recherches de manière anticipative contrairement à l'Europe. Par exemple, le fait que la SAVS *Viceroy Acquisition* soit rentrée dans une phase de négociation afin d'acquérir *Eastmen* seulement 12 jours après son introduction à la bourse *Alternative Investment Market [AIM]* n'aurait pas été permis dans le territoire américain. (Ignatyeva et al., 2013)

1.1.3.c. La phase « acquisition completed » ou « acquisition withdrawn »

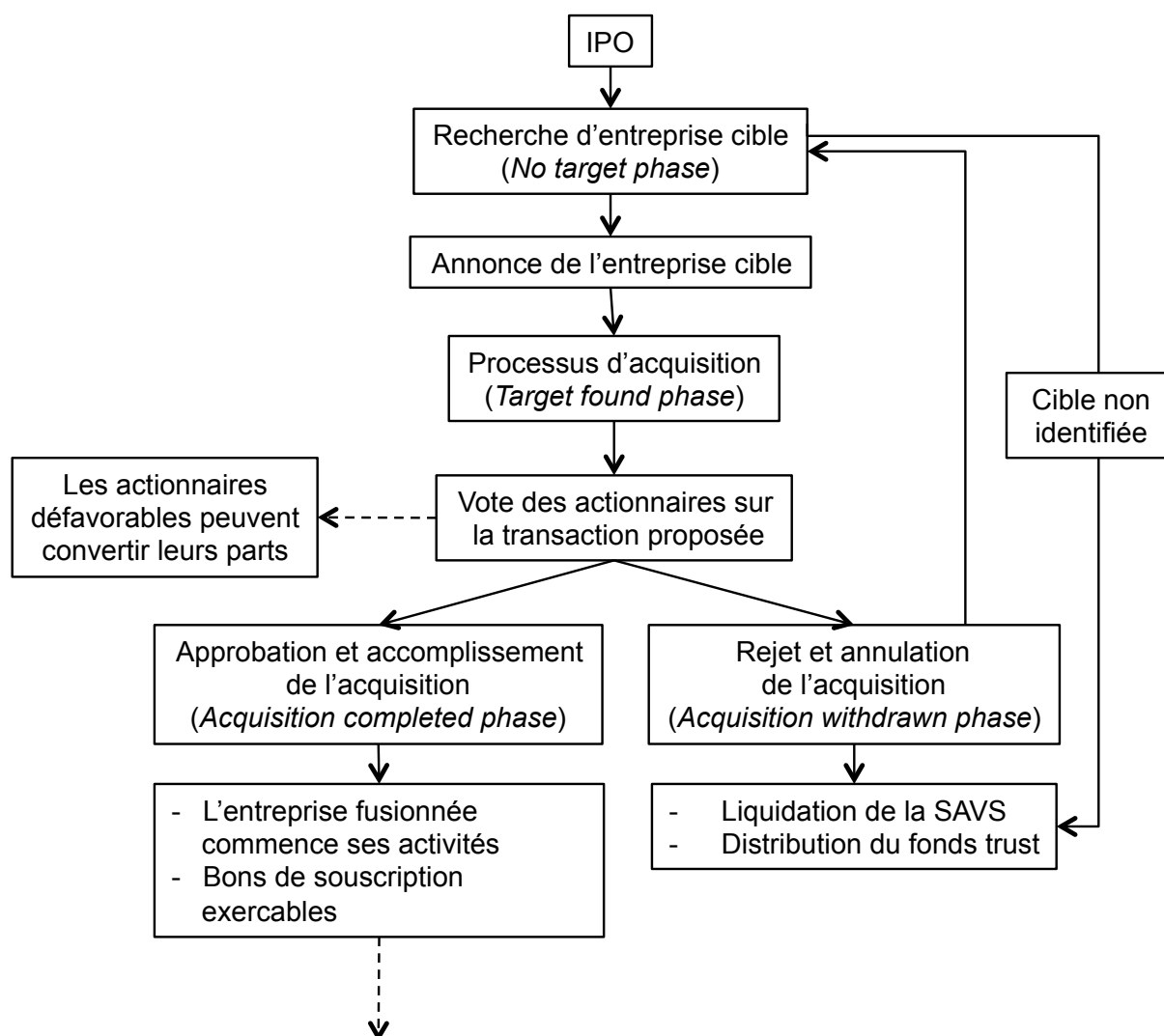
Lors du vote des actionnaires, la dernière phase est entamée avec deux débouchés possibles (Lewellen, 2009). Soit, l'acquisition est approuvée et exécutée, soit, elle est arrêtée (Lewellen, 2009).

Dans le premier cas, la SAVS poursuit son existence en tant que société opérationnelle. Les fonds détenus sur le compte escrow sont libérés et mis à la disposition de l'entreprise cible qui accède au marché public (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Les placements privés initiaux des fondateurs sont désormais valorisés à 20 % des fonds propres (Cumming et al., 2014). Suivant la participation acquise par la SAVS et la structure de la transaction, les propriétaires initiaux restent majoritaires, deviennent minoritaires ou se retirent de leur position (Cumming et al., 2014).

Dans le deuxième cas, l'opération est arrêtée. A cette étape, deux issues sont possibles. Soit la SAVS retourne à l'étape *no target found* soit elle est liquidée si le temps imparti pour effectuer une fusion ou une acquisition — en générale 18 mois — est dépassé (Cumming et al., 2014 ; Lewellen, 2009 ; Dimitrova, 2017). Un délai de 6 mois peut être ajouté si une transaction est annoncée mais pas encore accomplie (Dimitrova, 2017). Le fonds trust est alors distribué aux investisseurs proportionnellement à leur nombre de parts (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). C'est pourquoi, d'après Cumming et al. (2014), les SAVS représentent des obligations sans risque et sans coupon avec une option sur la future

acquisition. Par contre, les fondateurs perdent la valeur de leurs parts des capitaux propres, acquises à la création de l'entité — les *sponsors'promotes*² — et les bons de souscription expirent sans valeur³ (Cumming et al., 2014).

Figure I.1: Cycle de vie des SAVS



Source : Lewellen, 2009, p.44 [notre traduction]

² Voir la section I.2.1.a pour davantage d'explications sur les *sponsors'promotes*

³ Voir la section I.2.3 pour davantage d'explications sur les bons de souscription

Chapitre I.2. Caractéristiques des SAVS américaines

Section I.2.1. Les parties prenantes

Dans une société d'acquisition à vocation spécifique, cinq parties prenantes principales peuvent être identifiées : les fondateurs, les souscripteurs, les actionnaires publics, les investisseurs institutionnels et l'entreprise cible (Ignatyeva et al., 2013 ; Lakicevic et al., 2014). La catégorie des investisseurs institutionnels comprend entre autres les banques, les *hedge funds*, les entreprises de placements privés et de capitaux à risque, les gestionnaires d'actifs ainsi que les fonds trust (Ignatyeva et al., 2013). Depuis quelques années, de grandes banques d'investissement sont impliquées dans le développement des SAVS telles que Morgan Stanley, Deutsche Bank, Credit Suisse, Goldman Sachs ou encore Citigroup (Boyer & Baigent, 2008). Elles tendent même à élargir leur offre dans ce type de produits financiers (Boyer & Baigent, 2008).

I.2.1.a. Les fondateurs

Lakicevic et al. (2014) décrivent les fondateurs comme des entrepreneurs avec des antécédents différents. Ils proviennent de plusieurs milieux et de diverses zones géographiques (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Dans la plupart des cas, ils possèdent déjà une expérience en matière de fusion et d'acquisition (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Leurs rôles principaux sont d'enregistrer la *blank check company*, procéder à son introduction en bourse et trouver des opportunités d'acquisition (Jenkinson, Sousa, 2011 ; Lakicevic et al., 2014). Depuis quelques années, certains fondateurs se révèlent être des sociétés d'investissement, des *hedge funds* ou encore des fonds de placement privé (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ils ne reçoivent pas de rémunérations (Jenkinson, Sousa, 2011). A la création de l'entité, les fondateurs possèdent la totalité des capitaux propres (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ils lèvent ensuite des fonds en vendant près de 80 % de leurs titres de propriété à travers une introduction en bourse (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ils ne possèdent ainsi plus que 20 % des capitaux propres sous forme de parts — les *sponsors'pormotes* — qui n'acquièrent de la valeur qu'une fois la fusion accomplie (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). De plus, ils se procurent à un prix réduit des bons de souscription à travers un placement privé aux alentours de l'introduction en bourse (Dimitrova, 2017). Après l'IPO, ils peuvent également acheter des actions attribuant les mêmes droits que les autres investisseurs, notamment le droit de vote sur le marché public

(Jenkinson, Sousa, 2011). A travers leur investissement initial et leurs bons de souscription, les fondateurs fournissent en moyenne 2,76 % des capitaux de la SAVS (Lakecivic & Vulcanovic, 2013).

1.2.1.b. Les souscripteurs

Les souscripteurs remplissent trois rôles principaux. Premièrement, ils structurent l'offre des titres afin de les rendre attractifs aux yeux des investisseurs potentiels. Deuxièmement, ils endossent la fonction de teneur de marché des parts — ou *units* —, des actions et des bons de souscription. Troisièmement, ils apportent leurs connaissances et conseillent les parties impliquées notamment la SAVS pendant les négociations de l'acquisition (Dimitrova, 2017 ; Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Les souscripteurs reçoivent une rémunération sous forme d'un pourcentage du montant levé par l'IPO (Lakicevic et al., 2014). Une partie de cette compensation est différée et payée conditionnellement à la réussite de l'acquisition (Lakicevic et al., 2014). Cette part différée a pour rôle de motiver les souscripteurs et aligne leurs objectifs avec ceux des fondateurs. Elle renvoie également un signe positif aux investisseurs (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

1.2.1.c. Les investisseurs

Les investisseurs détiennent en moyenne 78,2 % des fonds propres de la SAVS lors de l'IPO. A travers l'achat de titres émis sur le marché public, ils fournissent 97,24 % des capitaux de la société. Les investisseurs du marché primaire ont ensuite l'occasion d'ajuster leur participation sur le marché secondaire. (Lakecivic & Vulcanovic, 2013)

L'investissement dans une société d'acquisition à vocation spécifique présente certains avantages pour les investisseurs publics. Tout d'abord, l'établissement d'un compte escrow leur offre une protection. En effet, en cas d'échec du processus d'acquisition, les fonds investis et transférés sur le compte leur seront directement versés. Ils peuvent ainsi récupérer une grande partie de leurs capitaux investis (Lakecivic & Vulcanovic, 2013). Une protection leur est également possible dans le cas d'une acquisition approuvée (Kolb & Tykvova, 2016). Ils peuvent réclamer en moyenne 96 % de leur investissement en choisissant une conversion de leurs titres en argent grâce à la disponibilité de liquidité sur le compte escrow (Lakecivic & Vulcanovic, 2013). Au contraire, dans le cas d'un IPO classique, les investisseurs existant lors de l'introduction en bourse ne réalisent en général

qu'une sortie partielle car la liquidation des parts peut être bloquée par un accord et renvoie un signal négatif au marché (Bradley, Jordan, Yi & Roten, 2001; Brau, Francis & Koherset, 2003). Ensuite, la structure et le processus entourant les SAVS permettent aux actionnaires publics d'accéder au milieu des placements privés qui était auparavant réservé aux investisseurs institutionnels et aux banques d'investissement (Boyer et Baigent, 2008). Ce type d'actifs financiers présente également l'avantage d'être plus transparent que les investissements en placement privé, du moins aux États-Unis. En effet, les *blank check companies* américaines sont soumises à certaines exigences telles que le droit de vote des actionnaires concernant l'acquisition ou encore le dépôt de leurs états financiers (Boyer et Baigent, 2008). Une grande majorité des SAVS répondent également à ces règles. Les F&A des sociétés d'acquisition à vocation spécifique sont donc une forme de fusion inversée présentant moins de risques, les rendant ainsi plus attractives (Boyer et Baigent, 2008).

Cependant, les investisseurs font face également à certains désavantages. Tout d'abord, ils sont confrontés au risque de dissolution de leurs parts dû à l'achat des fonds propres par les fondateurs à un prix réduit ainsi qu'à la conversion de certains titres en argent (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Les SAVS peuvent pallier à ce problème en réduisant le nombre de titres qui sont attribués aux fondateurs (Howe, O'Brien, 2012). Ensuite, leur investissement permet à la société-écran d'acquérir une entreprise dont ils ne connaissent pas l'identité, la solvabilité ou encore les passifs (Boyer & Baigent, 2008). De plus, le risque de la SAVS dépend de la capacité des managers à accomplir les obligations opérationnelles sur le court et le long terme (Boyer & Baigent, 2008). Enfin, les actions peuvent s'échanger à un prix réduit par rapport à la valeur du fonds trust dû à un manque de liquidités et à un risque non mesurable relatif à l'entreprise (Richardson cité dans Boyer & Baigent, 2008). Ce rabais peut être associé à la prime de risque (Boyer & Baigent, 2008).

1.2.1.d. L'entreprise cible

Les normes réglementaires n'autorisent pas aux fondateurs d'identifier de manière précise une opportunité d'acquisition avant l'IPO. Cependant, ils se focalisent déjà sur un secteur et/ou sur une zone géographique suivant leurs expertises et leurs connaissances sur le marché. Dans la plupart des cas, les fondateurs considèrent plusieurs opportunités

potentielles d'acquisition étant donné le temps limité et leur intérêt à accomplir une transaction. (Dimitrova, 2017)

En général, les SAVS n'accomplissent qu'une seule fusion ou acquisition. Elles doivent attribuer au total 80 % de la valeur nette de ses actifs aux acquisitions et fusions. Cette règle influence certains fondateurs à payer la transaction à un prix supérieur à la valeur de marché de l'entreprise cible pour éviter la liquidation de la société. (Dimitrova, 2017)

Les entreprises cibles sont présentes dans une multitude de secteurs (Dimitrova, 2017). Dealogic a publié une étude (Paris, 2016) portant notamment sur les secteurs les plus prisés par les SAVS de manière globale. Le secteur financier, des produits de consommation et de la technologie sont respectivement les marchés les plus fréquents des entreprises cibles en 2014, 2015 et 2016.

Selon l'étude menée par Dimitrova⁴, la valeur moyenne des transactions des SAVS s'élève à 275,7 millions de dollars alors que la capitalisation boursière de l'acquéreur est de 153,1 millions de dollars. Ainsi, les SAVS acquièrent des entreprises cibles 1,9 fois plus grandes. Par conséquent, la société-écran finance l'opération en émettant de nouveaux titres ou en contractant une dette lors de l'acquisition. (Dimitrova, 2017)

Selon O'Connor (2006), pour les entreprises en croissance, la fusion avec une SAVS est une alternative aux private equities ainsi qu'aux IPOs classiques en termes de financement. En effet, l'offre initiale publique des SAVS permet aux sociétés privées de lever des capitaux plus rapidement qu'une entreprise non cotée et de manière moins coûteuse que si elles procédaient à leur propre introduction en bourse (Boyer & Baigent, 2008). Les entreprises privées doivent trouver des investissements provenant de fonds de pension, de venture capitalists et d'autres grands investisseurs afin de lever des fonds (Boyer & Baigent, 2008). Au contraire, en accédant au marché public, la société acquise attire spontanément les investisseurs privés et institutionnels (Boyer & Baigent, 2008). Les fusions entre une SAVS et une société privée présentent également l'avantage de pouvoir être effectuées à tout moment, peu importe l'état de santé du marché des IPOs puisque

⁴ Dimitrova base son étude empirique sur un échantillon de SAVS ayant accompli un IPO et annoncé une acquisition entre 2004 et 2010.

l'entreprise cible ne doit pas convaincre les investisseurs publics (Gleason et al., 2005). Au contraire, les IPOs sont des activités cycliques qui dépendent des conditions du marché (Gleason, Rosenthal & Wiggins III, 2005; Ritter, 1991). De plus, étant donné que les *cash shells* possèdent déjà des liquidités lors de l'acquisition, les cibles sont moins sensibles aux turbulences du marché alors que la volatilité diminue le montant des fonds levés lors de l'IPO (Kolb & Tykvova, 2016). Néanmoins, bien que la société acquise ne doive pas convaincre les investisseurs publics, la fusion ou l'acquisition est soumise au vote des actionnaires de la *blank check company* (Kolb & Tykvova, 2016). Ainsi, la transaction est incertaine (Kolb & Tykvova, 2016). Enfin, l'entreprise cible bénéficie de la connaissance et de l'expertise des managers de la SAVS spécialisés dans leur secteur (Dimitrova, 2017). Cependant, l'acquisition par une SAVS présente le désavantage d'offrir moins d'opportunités d'acquisition et de transmettre un endettement plus élevé à l'entreprise cible (Kolb & Tykvova, 2016).

Section I.2.2. La structure de propriété

La structure de propriété entre les fondateurs, les actionnaires et les investisseurs institutionnels évolue au cours de la vie des *blank check companies* avec un grand changement lors d'une acquisition. Cependant, elle reste relativement stable en terme de nombre de propriétés agrégées. Dans la catégorie des investisseurs institutionnels, un grand changement peut être remarqué à la suite de l'acquisition. En effet, ceux investissant avant la transaction quittent généralement l'entreprise une fois l'opération effectuée. Ils sont alors remplacés par d'autres investisseurs institutionnels ayant acheté leurs parts. A travers ce constat et l'analyse des statistiques provenant de leur échantillon, Ignatyeva et al. (2013) tirent la conclusion que les différents groupes d'investisseurs sont intéressés par la SAVS à différentes étapes de son cycle de vie. Par exemple, les *hedge funds* réduisent de moitié leur participation après l'acquisition alors que les entreprises de placements privés et de capitaux à risque l'augmentent considérablement à ce même moment. Ainsi, ces derniers semblent être attirés davantage par la possession de l'entreprise cible. (Ignatyeva et al., 2013)

La structure de propriété peut également être influencée par le désir des fondateurs d'augmenter la probabilité d'approbation de l'acquisition proposée (Ignatyeva et al., 2013). La SAVS européenne, *Cross Shore Acquisition company*, en fournit une illustration. Les

investisseurs institutionnels favorables à la transaction ont été considérés comme des actionnaires avant et pendant le vote. Par conséquent, la proposition de fusion avec *Research Pharmaceutical Services* en 2007 a eu plus de chances d'être approuvée (Ignatyeva et al., 2013). Cross Shore a annoncé, lors de l'assemblée spéciale du 13 août 2007 :

As announced on 3 August 2007, Cross Shore had received expressions of interest from third party institutional investors who indicated their interest in acquiring a significant number of shares and warrants which, if acquired, voted, and tendered respectively, may allow the transaction to proceed. Discussions have been ongoing with one of those institutional investors and the Board of Directors reasonably believes that it is possible to reach a definitive agreement shortly to allow the transaction to proceed. (Cross Shore cité dans FE Investigate, 2007, para.3)

Section I.2.3. Les titres

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique vendent des parts sur le marché public à un prix en moyenne entre 6 et 8 \$ (Cumming et al., 2014 ; Lewellen, 2009). Lors de l'IPO, chaque *unit* est composée d'une action ordinaire et de plusieurs bons de souscription (Boyer & Baigent, 2008). Ces derniers donnent le droit aux investisseurs d'acheter des actions supplémentaires suite à la fusion ou l'acquisition à un prix prédéfini et souvent inférieur au prix d'émission (Boyer & Baigent, 2008 ; Cumming et al., 2014). Peu de temps après l'offre publique initiale, suite à l'accord du souscripteur et au dépôt d'un formulaire auprès de la SEC, les actions et les bons de souscription sont vendus séparément (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ces derniers sont exerçables conditionnellement à la réussite de la transaction (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Cumming et al. (2014) les considèrent donc comme des *call options* avec une valeur pouvant diminuer jusqu'à zéro lorsqu'aucune opération n'est accomplie. Par exemple, la société d'acquisition à vocation spécifique « *Aldabra II Acquisition Corp.* » proposait ses parts à 10 \$ lors de l'IPO. Chaque *unit* était composée d'une action ordinaire et d'un bon de souscription. Le prix d'exercice du bon était de 7,50 \$ (Anup, 2016). Les parts, les actions ainsi que les bons de souscription sont tous les trois échangés à la bourse *NASDAQ*,

American Stock Exchange, New York Stock Exchange ou sur le marché de gré à gré (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

Grâce à la structure des SAVS et de leurs titres, les investisseurs peuvent suivre différentes stratégies en conservant ou en vendant leurs actions et/ou leurs bons de souscription (Blackwell cité dans Boyer & Baigent, 2008). Par exemple, un actionnaire anticipant un rendement positif suite à la transaction va garder ses actions et les bons de souscription dans son portefeuille (Lakicevic & Vulcanovic, 2013).

Jenkinson et Sousa (2011) décrivent le comportement du prix de l'action à trois étapes clés de la vie des SAVS : lors de l'introduction en bourse, à l'annonce d'une potentielle acquisition et enfin, au vote sur la transaction proposée. Tout d'abord, de l'IPO à l'annonce, le prix de l'action est dérivé du montant sur le compte escrow. Lors de cette période, il devrait suivre de près la valeur du fonds si aucune information n'est divulguée. La valeur du fonds trust au temps t est estimée comme suit :

$$TV^t = TV^0 * (1 + r_f)^t$$

Où :

TV^0	Valeur initiale du fonds trust
r_f	Taux sans risque

Du point de vue des actionnaires publics, l'action peut être perçue comme une obligation gouvernementale jusqu'à l'annonce d'une transaction pour deux raisons. Premièrement, les actions représentent le montant détenu sur le compte escrow et investi dans des titres du gouvernement américain. Deuxièmement, les actionnaires peuvent échanger leurs titres contre de l'argent suite à la décision portant sur la transaction proposée. Ensuite, lorsque la transaction est annoncée, les investisseurs publics réagissent de trois manières différentes suivant leur évaluation du deal proposé. Ils peuvent conserver les titres et accepter l'acquisition, vendre leurs actions ou attendre le vote. Par conséquent, jusqu'au vote, le prix de l'action reflète l'évaluation de l'opération par les actionnaires. Il augmentera si les investisseurs pensent que la transaction sera porteuse de création de valeur. Cependant, dans tous les cas, il y aura un effet de dilution à prendre en compte. Enfin, lors de la décision des actionnaires, le prix de l'action devrait refléter l'évaluation de la transaction

par le marché, c'est-à-dire la valeur ajoutée moins l'effet de dilution. Lorsque la valeur réelle du fonds trust par action est égale ou supérieure au prix de l'action, le marché évalue le deal comme destructeur de valeur. Par conséquent, la SAVS devrait être liquidée. Inversement, lorsqu'il est inférieur au prix de l'action, la transaction devrait être approuvée puisqu'elle est porteuse de création de valeur. Cependant, dans de nombreux cas, les investisseurs ne suivent pas cette règle de décision et vont à l'encontre de l'avis du marché. (Jenkinson et Sousa, 2011)

Section I.2.4. Conflits d'intérêts

Les différentes parties prenantes doivent tenir compte des conflits d'intérêts qui peuvent émerger dû à la structure des sociétés d'acquisition à vocation spécifique. Howe et O'Brien (2016) en identifient trois.

Tout d'abord, les *sponsors'promotes* n'acquièrent de la valeur qu'une fois la fusion ou l'acquisition achevée. Dans le cas d'une liquidation, les fondateurs ne reçoivent aucune part du montant bloqué sur le compte escrow. De plus, ils ne peuvent exercer leur droit lié aux bons de souscription qu'une fois la transaction terminée et accomplie. Par conséquent, ils ont un intérêt à mener à bien l'opération, peu importe son attractivité et la destruction de valeur qu'elle peut engendrer avant la date d'expiration de la SAVS. Il existe donc un conflit d'intérêts entre le fait que les managers peuvent recevoir une compensation élevée s'ils arrivent à maximiser la valeur des actionnaires ou perdre l'entièreté de leur investissement et le coût d'opportunité de leur temps. La transaction sera approuvée si les investisseurs n'identifient pas la perte de valeur ou si les fondateurs contrôlent le vote par l'intermédiaire d'actions acquises sur le marché public, octroyant le droit de vote. Cependant, les investisseurs institutionnels peuvent surveiller les managers de la SAVS afin de s'assurer que la création de valeur pour les actionnaires soit leur priorité. (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008 ; Cumming et al., 2014 ; Howe et O'Brien, 2016)

Ensuite, les investisseurs institutionnels peuvent menacer les fondateurs de voter en défaveur de l'acquisition proposée si ces derniers n'achètent pas des parts de leur institution à un prix supérieur à celui du marché. Ainsi, les managers sont tentés d'acheter ces titres afin de garantir le contrôle sur le vote relatif à la transaction. La SEC confirme

ces faits en démontrant que les fondateurs des SAVS effectuent des achats à grande échelle juste avant le vote. (Jenkinson & Sousa, 2011)

Finalement, les investisseurs de court-terme ne sont pas intéressés par la qualité de l'entreprise cible mais par le gain potentiel provenant de leur pari sur la différence entre la valeur des actions et celle du fonds trust. Ils peuvent profiter d'un arbitrage en achetant des titres et en votant par la suite contre la transaction, indépendamment de l'attractivité de l'offre afin de bénéficier de la valeur du fonds. (Howe et O'Brien, 2016 ; Kolb & Tykvova, 2016)

Dimitrova (2017) rajoute un dernier conflit d'intérêts concernant les souscripteurs. Une partie de leur rémunération est différée et payée conditionnellement à la réussite d'une acquisition ou d'une fusion. Par conséquent, si aucune transaction n'a été accomplie dans les temps impartis, ils ne recevront qu'une fraction de leur compensation. Cela permet de rassembler un montant initial plus élevé sur le compte escrow grâce à la diminution des frais payable immédiatement lors de l'IPO. Cependant, cette rémunération différée incite les souscripteurs à accomplir n'importe quelle fusion ou acquisition dans les temps.

Chapitre I.3. La performance des titres des SAVS

Section I.3.1. Comportement du prix de l'action

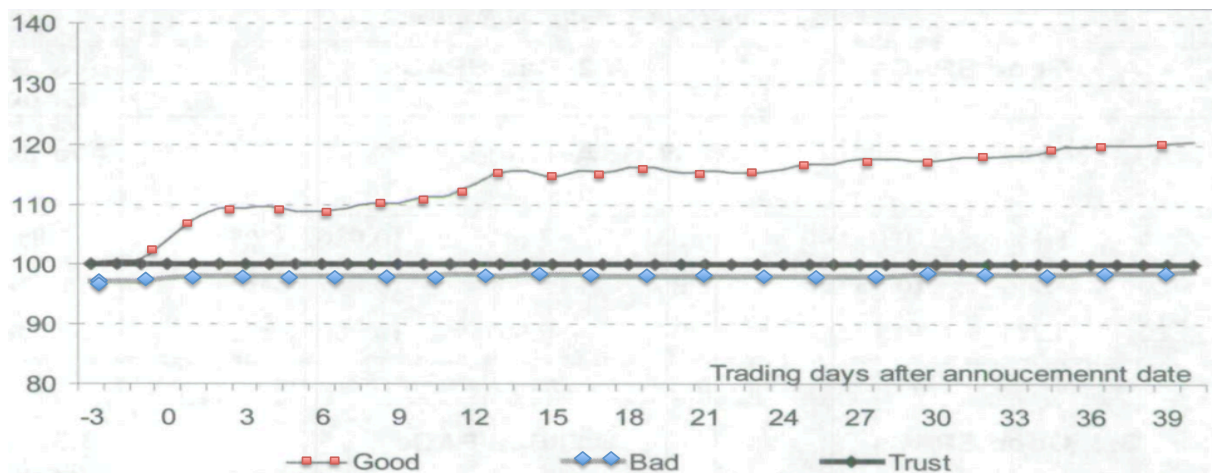
Jenkinson et Sousa (2011) ont identifié dans leur échantillon⁵ de SAVS deux sous-groupes dont le prix des actions se comportait différemment : les *Good SPACs* et les *Bad SPACs*. La première (deuxième) catégorie est composée de SAVS dont l'opération de F&A a été approuvée et pour lesquelles le prix de l'action lors du vote des actionnaires est supérieur (inférieur) à la valeur du fonds trust par action⁶. Contrairement aux mauvaises SAVS, les investisseurs des bonnes SAVS approuvent donc une acquisition qui est porteuse de création de valeur même en intégrant les effets de dilution. Ainsi, les actionnaires des *Bad SPACs* ne prennent pas en compte l'avis du marché qui évaluent la transaction comme une destruction de valeur.

Les graphiques I.4 et I.5 présentent le comportement du prix de l'action pour les deux sous-échantillons entre l'annonce d'une potentielle acquisition ou fusion et la décision par les investisseurs. Lors de l'annonce, le prix des actions des *Good* et *Bad SPACs* représente respectivement, en moyenne, 104,1 % et 97,7 % de la valeur du fonds trust par action. La différence est davantage marquée entre les deux sous-groupes à la date du vote avec un prix de respectivement 130,6 % contre 93,4 % de cette même valeur. Suite à l'annonce, le prix des *Good SPACs* répond positivement à l'événement alors que celui des *Bad SPACs* reste inférieur. Ainsi, les auteurs affirment que « *investors could observe for many weeks before the decision date, consistent premia, for the Good SPACs and consistent trading below trust value for the Bad SPACS* » (Jenkinson & Sousa, 2011, p.48).

⁵ L'échantillon de Jenkinson et Sousa est composé de 43 SAVS ayant réalisées leur IPO entre 2003 et 2006, accompli une acquisition/fusion et dont le vote sur la transaction proposée s'est déroulé avant juin 2008.

⁶ L'échantillon de Jenkinson et Sousa est composé de 20 *Good SPACs* et 23 *Bad SPACs*.

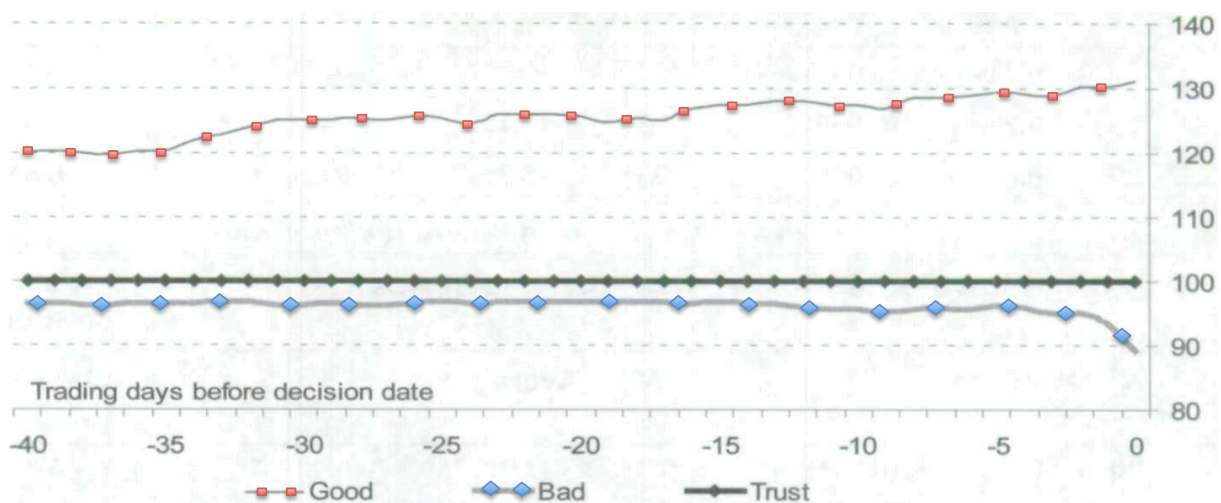
Graphique I.4 : Comportement du prix de l'action des *Good* et *Bad SPACs* 40 jours après l'annonce d'une acquisition



L'axe des ordonnées représente le ratio moyen entre le prix de l'action et la valeur du fonds trust par action en pourcentage.

Source : Jenkinson & Sousa, 2011, p.47.

Graphique I.5 : Comportement du prix de l'action des *Good* et *Bad SPACs* 40 jours avant la décision des actionnaires



L'axe des ordonnées représente le ratio moyen entre le prix de l'action et la valeur du fonds trust par action en pourcentage.

Source : Jenkinson & Sousa, 2011, p.47

Dimitrova (2017) a adopté la même méthodologie que Jenkinson et Sousa. Il est arrivé aux mêmes conclusions que ces derniers. Les *Good SPACs* sont échangées à un prix supérieur à la valeur du fonds trust par action au moins lors du vote des actionnaires ainsi

qu'à l'accomplissement de la fusion ou de l'acquisition. Les *Bad SPACs* sont quant à elles toujours vendues à un prix inférieur.

Section I.3.2. Le rendement global

Lakicevic et Vulcanovic (2013) se sont penchés sur le *buy and hold return* des SAVS c'est-à-dire le rendement perçu par un investisseur détenant un titre d'une société d'acquisition à vocation spécifique depuis l'introduction en bourse de cette dernière jusqu'à la fin de la période d'analyse (2009). A partir de leur échantillon⁷, ils ont créé trois sous-groupes : les SAVS ayant accompli une fusion ou une acquisition (1), celles ayant annoncé une transaction et étant dans le processus d'approbation (2) et enfin, celles ayant réalisé un IPO mais étant encore à la recherche d'une entreprise cible (3). Le tableau I.1 synthétise les rendements obtenus pour chacune des trois situations. Sur base de ces résultats, les auteurs ont dressé plusieurs constats. Tout d'abord, dans la première situation, bien que les actionnaires aient un droit de veto concernant la transaction, ils ne l'exercent pas et subissent ainsi une destruction de valeur. Ensuite, le rendement positif généré par une SAVS en phase d'approbation de la transaction proposée peut s'expliquer de deux manières différentes. Premièrement, les fondateurs et les souscripteurs rachètent les titres à un prix plus élevé que leur valeur initiale étant donné leur volonté d'accomplir une transaction. Deuxièmement, les investisseurs sont disposés à augmenter le prix des titres en assignant une grande probabilité de création de valeur à la transaction.

Tableau I.1 : *Buy and hold return* moyen des trois sous-échantillons de SAVS

Sous-échantillon	# SAVS	<i>Buy and hold return</i>
(1) Fusion accomplie	66	-0,28**
(2) Processus d'approbation	16	0,09
(3) Recherche d'une entreprise cible	23	-0,082**

*** Significatif à un niveau de 1 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Source : Lakicevic & Vulcanovic, 2013, p.400

⁷ L'étude empirique de Lakicevic et Vulcanovic se base sur un échantillon de 161 SAVS ayant conduit un IPO aux Etats-Unis entre 2003 et 2009.

Section I.3.3. Le rendement lors de la phase « *no target* »

Comme démontré à de nombreuses reprises, les actions ont un rendement supérieur à celui du marché le jour de leur émission (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ljungqvist explique ce phénomène par les modèles d'information asymétrique, les modèles théoriques institutionnels ou encore par l'asymétrie de l'information (cité dans Lakicevic & Vulcanovic, 2013). D'après Lakicevic et Vulcanovic (2013), aucune des trois explications n'est applicable aux SAVS. En effet, les investisseurs n'ont aucun intérêt à spéculer le premier jour de la mise en vente des actions étant donné la structure des SAVS, l'établissement d'un fonds trust ainsi que la certitude quant au prix des titres. Rodrigues et Stegemoller (2014) rajoutent que le manque de sous-évaluation est pertinent avec le processus d'évaluation plus facile pour les SAVS comparé aux IPOs classiques. En effet, le modèle des SAVS comme *pool of cash* est relativement constant. De plus, la valeur de l'entreprise provient de la valeur du fonds trust (Rodrigues et Stegemoller, 2014). Selon Cizmovic, Lakicevic et Vulcanovic (2013, pp.45-46), « *the behavior of unit prices at the day of the IPO [...] of SPACs [...] contradicts behavior of securities in the standard IPO process and does not confirm the existence of underpricing in overall* ». Selon ces derniers auteurs, le manque de sous-évaluation lors de l'IPO démontre la capacité des souscripteurs à structurer l'offre publique initiale d'une telle manière que les investisseurs externes possèdent l'ensemble de l'information sur la manière dont les fonds collectés lors de l'IPO seront utilisés. De plus, ils expliquent cette faible sous-évaluation par la possibilité offerte aux actionnaires de récupérer leurs capitaux investis avant l'opération de F&A.

Lakicevic et Vulcanovic (2013) démontrent leur hypothèse sur l'absence de rendement supérieur au marché à l'IPO des SAVS en mesurant la sous-évaluation des titres de ces actifs financiers lors de leur introduction en bourse. Ils utilisent la formule de Jog et Sun (cité dans Lakicevic & Vulcanovic, 2013) :

$$\text{underpricing} = \frac{(p_1 - p_0)}{p_0}$$

Où,

- p_1 Le prix de fermeture des titres à la fin de la 1^{ère} journée de bourse
- p_0 Le prix des titres annoncé dans le prospectus de la SAVS

La sous-évaluation moyenne calculée par Lakicevic et Vulcanovic (2013) sur leur échantillon est de 0,0001 %. Ce résultat confirme que les investisseurs n'ont aucun intérêt à s'écarter du prix initial à la date de l'introduction en bourse. Boyer et Baigent (2008) sont du même avis et affirment que les SAVS sont confrontées à moins de sous-évaluation que les entreprises cotées classiques. Afin d'appuyer leur propos, ils ont calculé le rendement des SAVS le jour de l'introduction en bourse et l'ont confronté à celui des IPOs classiques en 2006, 2005 et 2004. Leurs résultats sont présentés dans le tableau I.2. Une plus faible sous-évaluation peut être remarquée du côté des SAVS pour les trois années étudiées étant donné leur rendement moins élevé. Pour finir, Cizmovic et al. (2013) confirment ces conclusions en mesurant une déviation moyenne du prix de seulement - 0,0003 le premier jour de négociation des parts des SAVS. Cependant, certaines SAVS de leur échantillon ont une sous- (sur-) évaluation significative. Selon ces auteurs, la déviation du prix peut être impactée par le nombre d'actionnaires ayant un droit de vote sur la fusion proposée. De plus, le secteur de la santé ainsi que l'implication de placement privé augmentent le degré de sous-évaluation (Cizmovic, 2013).

Tableau I.2 : Rendement moyen sur un jour des SAVS versus des autres IPOs le jour de leur introduction en bourse en 2004, 2005 et 2006

	2006		2005		2004	
	SAVS	IPOs	SAVS	IPOs	SAVS	IPOs
Moyenne	1,23	13,20	-0,20	9,30	0,60	12,20
Variance	0,003	200,76	11,582	191,564	0,000	206,086
# entreprises	31	156	9	161	1	172
T-stats	53,364		8,223		51,089	

Source : Boyer & Baigent, 2008, p.12

Section I.3.4. Le rendement lors de la phase « *target found* »

Lakicevic et Vulcanovic (2013) ainsi que Dimitrova⁸ (2017) ont analysé l'impact de l'annonce d'une potentielle fusion ou acquisition sur la performance des titres des SAVS. Pour ce faire, ils ont mené une étude d'évènement en calculant le rendement anormal [AR]

⁸ L'étude empirique menée par Dimitrova se base sur un échantillon de SAVS cotées et ayant accompli une acquisition entre 2004 et 2010.

ainsi que le cumulé [CAR]. Le rendement anormal cumulé mesure l'effet d'une acquisition sur la valeur perçue des actionnaires relativement aux attentes du marché (Dimitrova, 2017). Une valeur positive n'implique pas nécessairement une bonne acquisition mais une destruction de valeur plus petite que celle attendue (Dimitrova, 2017).

Lakicevic et Vulcanovic (2013) ont mesuré le rendement anormal des parts, des actions ordinaires ainsi que des bons de souscription en utilisant le modèle de Brown et Warner:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_{0j} + \beta_{0j}R_{mt})$$

Où,

AR_{jt}	Le rendement anormal du titre de la SAVS j à la date t de l'annonce de l'acquisition
R_{jt}	La rentabilité réelle du titre de la SAVS j à la date t de l'annonce de l'acquisition
R_{mt}	La rentabilité d'un indice de marché journalier le jour t de l'annonce de l'acquisition

Le tableau I.3 et la figure I.2 synthétisent les montants obtenus par Lakicevic et Vulcanovic (2013). A la lumière de ces résultats, les auteurs dressent plusieurs constats. De manière générale, dans une opération de F&A, l'acquéreur bénéficie d'un rendement positif si la transaction est financée par argent (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). Puisque les SAVS sont composées uniquement d'actifs monétaires, le rendement anormal de leurs actions ordinaires est sans surprise positif. Le 1^{er} jour après l'événement, le CAR moyen est de 1,3 %. Par la suite, il diminue jusqu'à 0,047 % le 7^{ème} jour après l'annonce. Cette valeur proche de zéro s'explique par l'échange possible des actions contre un montant au pro rata du fonds trust indépendamment du revenu de la fusion. Les actionnaires n'ont donc aucun intérêt à faire monter le prix des actions lors de l'annonce. Elles affichent ainsi un manque de surperformance les jours suivant l'annonce. Cependant, le rendement anormal cumulé des parts le 7^{ème} jour après l'annonce est de 7,88 %. Par conséquent, cette catégorie de titres — comprenant les actions et les bons de souscription — est largement influencée par la performance des bons. Pour finir, les bons de souscription réagissent fortement à l'événement le jour même ainsi que le suivant. Par après, l'AR devient négatif. Les auteurs concluent que les trois types de titres affichent un rendement anormal positif le

jour de l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition potentielle. Les bons de souscription enregistrent la plus grande réaction à l'événement alors que la performance des actions ordinaires ne fluctue que partiellement.

Tableau I.3: Le rendement et le rendement anormal des différents titres des SAVS le jour de l'annonce ainsi que leurs rendements anormaux cumulés de 1 à 7 jours⁹ suivant l'annonce de la F&A

	Actions ordinaires								
	Return	AR	CAR 1	CAR 2	CAR 3	CAR 4	CAR 5	CAR 6	CAR 7
Moyenne	0,0105	0,0085	0,0130	0,0127	0,0123	0,0096	0,0073	0,0049	0,0005
Variance	0,0310	0,0310	0,0526	0,0610	0,06796	0,0723	0,0740	0,0757	0,0921
T-stat	3,19***	2,59***	2,31***	1,95**	1,70**	1,24	0,90	0,60	0,04
	Parts								
	Return	AR	CAR 1	CAR 2	CAR 3	CAR 4	CAR 5	CAR 6	CAR 7
Moyenne	0,0201	0,0243	0,0344	0,04563	0,0472	0,0545	0,0590	0,0660	0,0788
Variance	0,0370	0,0585	0,1215	0,3057	0,2630	0,3196	0,3926	0,4531	0,5189
T-stat	3,77***	2,88***	1,96*	1,55	1,24	1,18	1,04	1,00	1,05
	Bons de souscription								
	Return	AR	CAR 1	CAR 2	CAR 3	CAR 4	CAR 5	CAR 6	CAR 7
Moyenne	0,1236	0,1050	0,1540	0,0983	0,0866	0,0796	0,0604	0,0630	0,0660
Variance	0,1988	0,2025	0,3590	0,3614	0,3479	0,3826	0,3701	0,3292	0,4048
T-stat	3,04***	2,54***	2,11**	1,33*	1,21	1,01	0,79	0,93	0,80

*** Significatif à un niveau de 1 %

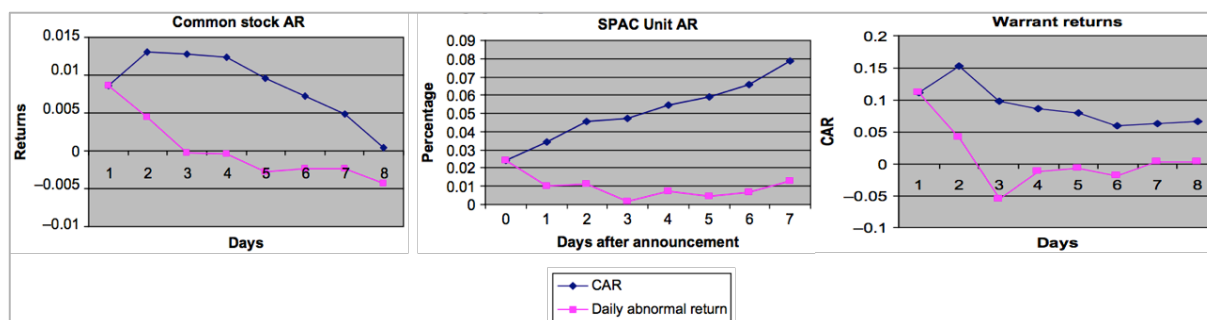
** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Source : Lakicevic & Vulcanovic, 2013, pp.397, 398, 399

⁹ La période d'événement des auteurs est composée de 11 jours entourant l'annonce. Cependant, ils ont décidé de présenter uniquement les résultats postérieurs à l'annonce. Nous expliquons ce choix par l'anticipation permanente des investisseurs de l'annonce d'une opération de F&A étant donné l'objectif d'une SAVS et sa durée de vie limitée. Ainsi, l'annonce ne devrait pas être une surprise. Ils ne réagissent donc, théoriquement, qu'une fois le deal annoncé et l'entreprise cible connue.

Figure I.2: Représentation graphique des rendements anormaux et des rendements anormaux cumulés des actions ordinaires, des parts et des bons de souscription des SAVS



Source : Lakicevic & Vulcanovic, 2013, pp.397, 398, 399

Dimitrova (2017) a, quant à lui, mené son étude d'événement en différenciant les SAVS ayant accompli une fusion ou une acquisition et celles ayant échoué. Ses résultats sont présentés dans le tableau I.4. Le rendement anormal cumulé du premier groupe est en moyenne 1,4 % plus élevé que celui du second. Cette différence n'est cependant pas statistiquement significative. L'ensemble de son échantillon présente un CAR significatif d'environ 1 %. Ce résultat est en concordance avec les recherches de Tran (2010). Ce dernier a mesuré un rendement anormal cumulé moyen sur 3 jours de 1,7 %.

Tableau I.4: Rendement anormal cumulé moyen des SAVS mesuré dans une fenêtre d'événement de 3 jours entourant l'annonce de la F&A

	Acquisition complétée	Acquisition échouée	Toutes les acquisitions
Moyenne	0,015***	0,001	0,010**
Médiane	0,004	-0,001	0,001
Variance	0,059	0,034	0,048
Nombre	72	46	118

*** Significatif à un niveau de 1 %
 ** Significatif à un niveau de 5 %
 * Significatif à un niveau de 10 %

Source : Dimitrova, 2017, p.108

Dimitrova (2017) a également calculé le *buy and hold return* durant la période entre l'annonce et l'accomplissement de l'opération de fusion et d'acquisition. Les SAVS s'écartent faiblement du marché avec un rendement moyen de 4,4 % contre 2,2 % pour le l'indice *Russell 2000* représentant le marché.

Section I.3.5. Le rendement lors de la phase « *acquisition completed* »

Kolb et Tykvova¹⁰ (2016), Jenkinson et Sousa (2011) ainsi que Dimitrova (2017) ont étudié la performance des titres des sociétés d'acquisition à vocation spécifique à la suite de l'acquisition ou de la fusion sur le long-terme.

I.3.5.a. Rendement moyen post-acquisition

D'après l'étude menée par Dimitrova (2017), le rendement moyen des SAVS se détériore à la suite d'une acquisition ou d'une fusion. Il est négatif pour toutes les périodes considérées et inférieur au rendement du marché comme illustré dans le tableau I.5. Ainsi, l'investissement dans une SAVS accomplissant une acquisition peut nuire aux capitaux des actionnaires. Les conclusions sont les mêmes lorsque l'auteur compare la performance sur le long-terme des SAVS avec celle d'un benchmark construit à partir d'entreprises appariées ainsi que celle d'un portefeuille comprenant les entreprises cotées classiques. Cependant, le chercheur précise que ce n'est pas le cas pour toutes les entreprises constituant son échantillon. En effet, certaines d'entre elles surperforment les différents benchmarks.

Tableau I.5: Performance sur le long-terme des actions des SAVS suivant 3 benchmarks

# mois après la fusion	SAVS			Benchmark			Différence	
	Moyenne	Médiane	Variance	Moyenne	Médiane	Variance	Moyenne	Médiane
	Benchmark : Russell 2000							
3	-0,095	-0,145	0,371	0,005	0,034	0,135	-0,1***	-0,179***
6	-0,198	-0,242	0,4	0,003	0,025	0,202	-0,201***	-0,267***
9	-0,338	-0,371	0,359	-0,016	0,014	0,222	-0,322***	-0,385***
12	-0,410	-0,589	0,563	-0,013	-0,052	0,270	-0,397***	-0,537***
24	-0,563	-0,722	0,508	0,014	-0,064	0,366	-0,577***	-0,658***

¹⁰ Kolb et Tykvova basent leur étude empirique sur un échantillon de 127 SAVS existant entre 2003 et 2015, étant cotées aux Etats-Unis et ayant accompli une acquisition ou une fusion.

	Benchmark : entreprises appariées							
3	-0,091	-0,129	0,375	0,019	-0,019	0,551	-0,110	-0,110*
6	-0,205	-0,260	0,406	0,227	-0,050	1,628	-0,432**	-0,210***
9	-0,344	-0,385	0,364	0,037	-0,055	0,527	-0,380***	-0,330***
12	-0,447	-0,580	0,445	0,198	-0,250	1,789	-0,645***	-0,330***
24	-0,542	-0,707	0,524	0,029	-0,151	0,885	-0,571***	-0,556***
	Benchmark : autres entreprises cotées							
3	-0,093	-0,129	0,373	-0,042	0,006	0,073	-0,051	-0,135
6	-0,197	-0,248	0,403	-0,106	-0,161	0,102	-0,091*	-0,087***
9	-0,340	-0,375	0,361	-0,170	-0,282	0,154	-0,170***	-0,093***
12	-0,432	-0,564	0,449	-0,194	-0,199	0,181	-0,238***	-0,365***
24	-0,563	-0,722	0,514	-0,256	-0,075	0,263	-0,307***	-0,647***

*** Significatif à un niveau de 1 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Source : Dimitrova, 2017, p.110

Jenkinson et Sousa (2011) évoquent également un rendement largement négatif après la transaction. Le rendement cumulatif moyen est de -24 % après 6 mois et s'aggrave par la suite pour atteindre -55 % après un an. Les auteurs ont donc été interpellés par le fait que les actionnaires approuvaient une opération destructrice de valeur. Cependant, ce n'est pas le cas pour toutes les SAVS. C'est pourquoi ils ont scindé leur échantillon en deux sous-groupes : les *Good SPACs* et les *Bad SPACs*. Lors des premières semaines après la décision des actionnaires, la performance des *Bad SPACs* est faible et continue de diminuer au cours de 26 premières semaines. Le rendement cumulé moyen est de -39 % après 26 semaines et de -79 % après un an. Il est statistiquement différent de zéro à partir de la deuxième semaine. Au contraire, l'évolution du rendement brut des *Good SPACs* présente une évolution relativement plane lors des 26 premières semaines suivant le vote en enregistrant un rendement cumulatif moyen de -6,2 % pour cette même période. Lors des 6 premiers mois, le rendement brut cumulatif n'est, à aucun moment, statistiquement différent de zéro. Le tableau I.6 synthétise les résultats obtenus.

Tableau I.6 : Les rendements moyens cumulés post-acquisition des *Good* et *Bad SPACs*

# semaines après l'acquisition	Good SPACs - Moyenne	Bad SPACs - Moyenne		Différence	
4	1,1 %	-7,6 %	***	8,8 %	**
13	-4,1 %	-15,7 %	***	11,5 %	*
26	-6,2 %	-39,0 %	***	32,8 %	***

*** Significatif à un niveau de 1 %
 ** Significatif à un niveau de 5 %
 * Significatif à un niveau de 10 %

Source : Jenkinson & Sousa, 2011, p.48

1.3.5.b. Etude d'évènement

Kolb et Tykvova (2016) ainsi que Jenkinson et Sousa (2011) ont mené une étude d'évènement en calculant et en interprétant le rendement anormal sur une fenêtre de temps couvrant le long-terme. Les fenêtres à long-terme s'étalent généralement sur un mois et une ou plusieurs années après l'évènement (Brooks, 2014).

Kolb et Tykvova (2016) ont mesuré l'impact sur le long terme de l'opération de F&A en utilisant le *buy and hold abnormal return* définit comme suit :

$$BHAR(t_1, t_2) = \prod_{t=t_1}^{t_2} [(1 + R_{it})] - \prod_{t=t_1}^{t_2} [(1 + R_{bt})]$$

Où,

- t_1 Le jour de l'introduction en bourse pour les entreprises publiques classiques et le premier jour après la terminaison de la fusion pour les SAVS
- t_2 Le dernier jour de la période d'étude ou la date de liquidation
- R_{it} Le rendement de la SAVS i au temps t
- R_{bt} Le rendement du benchmark au temps t

Les auteurs se sont référés à trois benchmarks : le marché en utilisant l'indice *Russell 2000*, un portefeuille composé d'entreprises de même taille et de même valeur boursière et enfin un portefeuille adapté au secteur. Ils ont ensuite comparé leurs résultats avec ceux d'un échantillon complet et ceux d'un échantillon apparié, composé des entreprises cotées entre 2004 et 2015 (voir tableau I.7). Ils en ont retiré plusieurs

conclusions. Tout comme les entreprises cotées, les sociétés d'acquisition à vocation spécifique sous-performent les trois benchmarks. Par exemple, sur une période de 2 ans, les SAVS sous-performent les benchmarks d'en moyenne 59 %, 96 % et 85 %. Cependant, la sous-performance est davantage marquée dans le cas des SAVS. Cette différence est statistiquement et économiquement significative. De plus, la performance se détériore avec le temps.

Tableau I.7: *Buy and hold abnormal return* sur 6, 12, 24 et 60 mois

				Echantillon complet		Echantillon apparié	
		SAVS BHAR		IPO BHAR		IPO BHAR	
		Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne
6 mois	Marché	-0,28***	-0,29***	-0,07***	-0,06***	-0,13***	-0,06
	Taille et b-t-m	-0,30***	-0,32***	-0,10***	-0,07***	-0,16***	-0,09*
	Secteur	-0,31***	-0,34***	-0,10***	-0,08***	-0,17***	-0,09*
12 mois	Marché	-0,46***	-0,46***	-0,15***	-0,08***	-0,17***	-0,12**
	Taille et b-t-m	-0,58***	-0,57***	-0,16***	0,10***	-0,18***	-0,14**
	Secteur	-0,51***	-0,57***	-0,18***	-0,13***	-0,23***	-0,15*
24 mois	Marché	-0,56***	-0,59***	-0,30***	-0,21***	-0,35***	-0,34***
	Taille et b-t-m	-0,92***	-0,96***	-0,39***	-0,30***	-0,43***	-0,43***
	Secteur	-0,88***	-0,85***	-0,44***	-0,36***	-0,54***	-0,45***
60 mois	Marché	-0,90***	-1,02***	-0,58***	-0,20	-0,69***	-0,37*
	Taille et b-t-m	-2,07***	-2,48***	-1,05***	-0,79*	-1,29***	-0,01***
	Secteur	-1,72***	-1,80***	-1,25***	-0,98**	-1,25***	-1,13***

*** Significatif à un niveau de 1 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Source : Kolb & Tykvova, 2016, p.93

Jenkinson et Sousa (2011) ont quant à eux opté pour le rendement anormal cumulé afin de mener leur étude d'événement sur leurs deux sous-échantillons — les *Bad* et *Good SPACs*. Le benchmark de référence est l'indice *Russell 2000*. Deux bêtas sont utilisés, le premier est égal à un et le second est celui du secteur. Les résultats, repris dans le tableau I.8, sont cohérents avec ceux des rendements bruts présentés dans le tableau I.6. Les 6 premiers mois suivant l'acquisition, les *Good SPACs* présentent une performance principalement plane. Le CAR des *Good* et *Bad SPACs* après 26 semaines sont

respectivement de -6 % et -34 %. Suivant le bêta utilisé, ces résultats varient légèrement. Cependant, dans les 2 cas, les CARs sont statistiquement différents de zéro à partir de la deuxième semaine suivant l'acquisition. Au regard de cette étude d'évènement, les auteurs concluent que les investisseurs peuvent éviter de grandes pertes associées aux *Bad SPACs* et bénéficier de profits significatifs à un faible niveau de risque en suivant des règles simples et observables, basées sur l'évaluation de la transaction par le marché.

Tableau I.8: Rendements anormaux moyens cumulés post-acquisition des *Good* et *Bad SPACs*

# semaines après l'acquisition	Good SPACs - Moyenne	Bad SPACs - Moyenne		Différence	
Rendements anormaux cumulés (Bêta = 1)					
4	-0,2 %	-6,8 %	**	6,6 %	*
13	-4,7 %	-15,1 %	***	10,4 %	*
26	-6,6 %	-33,3 %	***	26,6 %	**
Rendements anormaux cumulés (Bêta du secteur)					
4	-0,2 %	-7,0 %	**	6,8 %	*
13	-4,3 %	-16,0 %	***	11,7 %	*
26	-5,3 %	-35,0 %	***	29,7 %	***

*** Significatif à un niveau de 10 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 1 %

Source : Jenkinson & Sousa, 2011, p.48

1.3.5.c. Calendar-time analysis

Le *calendar-time analysis* mené par Kolb et Tykvova (2016) consiste à effectuer une régression afin de calculer l'excès de rentabilité mensuel des SAVS en utilisant cinq variables explicatives : les 3 facteurs de Fama et French, un facteur *momentum* ainsi qu'un facteur de liquidité agrégée.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + m_iMOM_t + l_iLIQ_t + e_{it}$$

Où,

R_{it} Le rendement d'un portefeuille comprenant de SAVS

R_{ft} T-bill return

- α_i Le rendement excédentaire du portefeuille
- R_{mt} Le rendement du marché comprenant toutes les entreprises des bourses NYSE, Amex et NASDAQ
- SMB_t La différence de rendement entre un portefeuille de petites et de grandes entreprises.
- HML_t La différence de rendement entre les actions à haute et à basse valeur de marché
- MOM_t La différence de rendement entre un portefeuille avec un *high-prior return* et un *low-prior-return*
- LIQ_t La différence de rendement entre un portefeuille d'entreprises avec un haut et bas chiffre d'affaires

Les résultats obtenus par l'intermédiaire de la seconde méthodologie utilisée par Kolb et Tykvova (2016) (voir tableau I.9) sont cohérents avec ceux obtenus dans l'étude d'évènement. Ils révèlent que les SAVS sont moins performantes que le marché tout comme les entreprises publiques classiques. Cependant, les SAVS le sont d'autant plus puisque leur alpha, significativement différent de zéro, est davantage négatif pour toutes les périodes concernées.

Tableau I.9: Calendar-time analysis des SAVS et des IPOs en utilisant un modèle à 5 facteurs

	α	RMRF	SMB	HML	MOM	LIQ	Excess Return
SPACs							
6 mois	-0,0510***	1,3087***	0,3655	-0,2819	0,1516	-0,0175	0,23
12 mois	-0,0533***	0,8408***	0,1291	-0,0858	-0,1551	0,1535	0,19
24 mois	-0,0521***	0,7596***	-0,0828	-0,1562	-0,1471	0,1095	0,17
60 mois	-0,0416***	1,0636***	-0,1603	-0,2774	-0,2561**	0,1072	0,38
Tous les IPOs							
6 mois	-0,0116***	0,9823***	0,8377***	-0,5898***	0,1028	0,1595***	0,66
12 mois	-0,0114***	1,0016***	0,8407***	-0,4749***	-0,0108	0,1444***	0,75
24 mois	-0,0120***	1,1291***	0,7723***	-0,5020***	-0,1467**	0,1145***	0,80
60 mois	-0,0134***	1,1523***	0,8164***	-0,1960*	-0,1728***	0,1003***	0,85

IPOs appariés							
6 mois	-0,0071	0,9892***	0,9201***	-0,4745	0,1365	0,2066*	0,32
12 mois	-0,0102*	0,8990***	0,8999***	-0,5642**	0,0126	0,1209	0,41
24 mois	-0,0169***	1,2216***	0,7117***	-0,0503	-0,899	0,1146	0,57
60 mois	-0,0195***	1,2840***	0,6651***	0,0449	-0,2357**	0,0231	0,66

*** Significatif à un niveau de 10 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 1 %

Source: Kolb & Tykvova, 2016, p.94

La performance sur le long-terme obtenue par l'intermédiaire des deux études menées par Kolb et Tykvova (2017) — l'étude d'événement et le calendar-time analysis — soulèvent la sous-performance des SAVS relativement au marché, au secteur, à leurs comparables ainsi qu'aux autres entreprises cotées. Ce constat révèle la mauvaise qualité des entreprises cibles choisies.

Section I.3.6. Stratégies d'investissement et rendement associé

Jenkinson et Sousa (2011) ont analysé trois stratégies d'investissement possibles et en ont dégagé les rendements potentiels (voir tableau I.10). Les trois stratégies sont les suivantes :

1. L'actionnaire investit le même montant dans les actions ordinaires de chaque SAVS présentes dans l'échantillon de Jenkinson et Sousa le jour suivant celui de l'IPO. De cette manière, l'investisseur évite le *IPO discount*. Ensuite, pour les *Bad SPACs* de son portefeuille, l'actionnaire vote contre la transaction et convertit ses titres en argent. Il vend les actions détenues dans les *Good SPACs* de son portefeuille le jour précédant la décision¹¹. Cette politique d'investissement à faible risque génère un rendement annualisé de 13,1 %.
2. L'investisseur achète des titres de chaque SAVS constituant l'échantillon le jour suivant l'introduction en bourse. Il les revend une semaine après l'annonce puisque la valeur créée ou détruite est déjà incluse dans le prix à ce moment. Ce processus

¹¹ Cette stratégie a été choisie car les actions des *Bad SPACs* ont un prix inférieur à la valeur du fonds trust par action à l'inverse de celles des *Good SPACs*.

est également à faible risque mais produit un rendement de portefeuille plus faible puisque les *Bad SPACs* affichent déjà un prix inférieur à la valeur du fonds trust par action une semaine seulement après l'annonce.

3. L'investisseur achète une part de chaque SAVS constituant l'échantillon de Jenkinson et Sousa lors de l'IPO. Ensuite, pour les mauvaises SAVS de son portefeuille, il vote en défaveur de l'opération de F&A et échange les *units* de ces entreprises contre un montant au pro-rata du fonds trust. Il vend les actions des *Good SAVS* un jour avant la décision et les bons de souscription un jour après le vote si l'acquisition est approuvée. Cette politique d'investisseur est risquée puisque l'investisseur est exposé à la volatilité des bons de souscription et à l'*IPO discount*. Le rendement moyen du portefeuille est le plus élevé parmi les trois stratégies. Cependant, l'investisseur subit des pertes pour la moitié des SAVS mais elles sont limitées au montant du fonds trust. De plus, les SAVS fructueuses génèrent une performance élevée.

Tableau I.10: *Internal rate of return* moyen gagné par un investisseur suivant 3 stratégies différentes sur l'entièreté du portefeuille ainsi sur une SAVS

	IRR individuel					IRR portefeuille	
	Moyenne	Médiane	Min	Max	Variance	Equally weighted	Value weighted
Stratégie 1	13,0 %	7,2 %	2,6 %	55,6 %	12,7 %	13,1 %	13,3 %
Stratégie 2	21,6 %	7,6 %	-5,6 %	293,4 %	46,8 %	11,9 %	11,2 %
Stratégie 3	13,2 %	-0,1 %	-7,2 %	88,6 %	26,2 %	15,5 %	15,5 %

Source : Jenkinson & Sousa, 2011, p.49

PARTIE II : HYPOTHESES DE RECHERCHE, DONNEES & METHODOLOGIES

Dans la seconde partie de ce mémoire, les hypothèses de recherche seront tout d’abord développées. Ensuite, nous énoncerons les critères auxquels répondent les individus de l’échantillon constitué. La base de données sera également expliquée par l’intermédiaire d’une analyse descriptive. Pour finir, les différentes méthodologies ainsi que les modèles utilisés pour mener à bien l’étude empirique seront exposés.

Chapitre II.1. Développement des hypothèses de recherche

L’objectif premier de l’étude est de vérifier les résultats relevés dans la partie théorique au sein de notre échantillon. Puisque les analyses précédemment menées visent précisément les sociétés d’acquisition à vocation spécifique, l’échantillon choisi permettra de se pencher sur des transactions plus récentes. Quatre hypothèses directement inspirées des études empiriques présentées dans le premier chapitre serviront de base à l’analyse. Une fois celles-ci approuvées ou rejetées, les conclusions découlant de l’interprétation des résultats seront confrontées à ceux de la littérature.

Tout d’abord, nous allons nous intéresser au comportement du prix de l’action. Selon Jenkinson et Sousa (2011), lors de la phase « *target found* » le prix évolue suivant les pronostiques des investisseurs sur l’acquisition annoncée. Ensuite, il reflète l’évaluation du deal par le marché lors du vote des actionnaires. La transaction est évaluée comme porteuse de création de valeur lorsque la valeur du fonds trust par action est inférieure au prix du titre. De ce cas, l’opération proposée devrait être approuvée par les actionnaires. Dans la situation inverse, elle devrait être refusée. Pour les SAVS ayant accompli une acquisition ou une fusion, l’approbation du deal par les investisseurs peut laisser penser à une évaluation positive par le marché lors de la décision. Cependant, comme l’a fait remarquer Jenkinson et Sousa (2011) ainsi que Dimitrova (2017), les investisseurs ne suivent pas de manière systématique l’avis du marché ce qui les mène à accepter des transactions destructrices de valeur. La première hypothèse vérifiera si les actionnaires ont suivi cette règle de décision lors du vote relatif à la F&A.

Hypothèse 1 : Le prix des actions des SAVS ayant accompli une opération de F&A est supérieur à la valeur du fonds trust par action le jour du vote des investisseurs relatif à la transaction proposée.

Ensuite, nous allons nous tourner vers l'impact de l'annonce d'une potentielle acquisition sur la performance des actions des sociétés d'acquisition à vocation spécifique. Les investisseurs peuvent échanger leurs titres contre un montant au pro rata du fonds trust indépendamment du revenu de la fusion. Ils n'ont donc aucun intérêt à faire monter le prix de l'action lors de l'annonce (Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Ainsi, les chercheurs s'accordent sur le fait que l'annonce d'une potentielle acquisition ou fusion a un faible impact sur la performance des actions des SAVS (Dimitrova, 2017 ; Lakicevic & Vulcanovic, 2013). Cette affirmation permet de dresser la deuxième hypothèse.

Hypothèse 2 : L'annonce d'une opération de fusion et d'acquisition a un faible impact sur la performance des actions des SAVS.

Enfin, la performance sur le long-terme des actions des sociétés d'acquisition à vocation spécifique après l'opération de F&A sera analysée. Selon plusieurs auteurs, le rendement moyen de ce type d'actifs financiers se détériore à la suite d'une F&A. Après la transaction, le rendement de l'action est négatif et s'aggrave avec le temps. De plus, les actions sous-performent le marché, leur secteur et les autres entreprises cotées (Dimitrova, 2017 ; Jenkinson & Sousa, 2011, Kolb & Tykvova, 2016). Cette conclusion sera testée à travers la troisième hypothèse pour différentes périodes de temps suivant la transaction.

Hypothèse 3 : Le rendement des actions des SAVS est négatif après l'opération de F&A.

Chapitre II.2. Base de données

Section II.2.1. Constitution de la base de données

Trois sources d'information ont été utilisées. Tout d'abord, Bloomberg a permis de constituer la base de données grâce à sa fonction « *merger and acquisition* ». Cet outil a également été employé pour récolter différents renseignements notamment sur les SAVS, l'entreprise cible, l'IPO et la transaction. Ensuite, la base de données de la SEC, Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system [EDGAR], a fourni un ensemble d'informations grâce à sa mise à disposition de documents dont la publication est exigée aux entreprises cotées aux États-Unis tels que des déclarations d'enregistrement, des rapports périodiques et d'autres formulaires. Enfin, les prix historiques des actions des différentes SAVS constituant l'échantillon ainsi que de l'indice de marché ont été importés depuis Yahoo Finance.

L'échantillon a été constitué suivant différents critères. Premièrement, les deals ont été achevés et complétés entre janvier 2010 et juin 2016. Cette période permet de commencer l'étude après la crise financière de 2008 et d'analyser le rendement jusqu'à un an après la transaction. Deuxièmement, les entreprises acquéreuses font partie du secteur des acquisitions à but spécifique. Ce critère limite les transactions à celles impliquant les sociétés d'acquisition à vocation spécifique. Troisièmement, la SAVS doit être cotée sur un marché boursier aux États-Unis. De cette manière, nous avons accès à un large éventail de renseignements via la base de données EDGAR. La fonction « *merger and acquisition* » de Bloomberg liste 94 transactions répondant à l'entièreté de ces critères. Parmi ces opérations, nous ne retenons que 25 d'entre elles pour lesquelles les informations disponibles sont suffisantes pour mener à bien l'étude empirique. De plus, pour éviter de fausser l'étude, nous ne sélectionnons que les SAVS ayant accompli qu'une seule acquisition ou fusion dans la période étudiée. Ce critère n'empêche pas l'entité provenant de la fusion entre les deux entreprises concernées de procéder à une transaction par la suite.

L'échantillon choisi a servi de base à une analyse descriptive des tendances du secteur des sociétés d'acquisition à vocation spécifique durant la période étudiée. Il a ensuite été utilisé pour confirmer ou réfuter les hypothèses de recherche formulées au point précédent.

La liste des transactions retenues est présentée à l'annexe 1. Davantage d'informations sur les SAVS et la F&A sont disponibles à l'annexe 2.

Section II.2.2. Analyse descriptive

Cette section a pour objectif de décrire l'ensemble de l'échantillon à travers des statistiques sur des observations et des connaissances disponibles. La population étudiée est celle des sociétés d'acquisition à vocation spécifique ayant accompli une opération de F&A et répondant aux autres critères présentés à la section précédente. Chaque SAVS ou transaction représente une unité statistique. Pour chaque variable quantitative continue présentée ci-dessous, 25 observations ont été récoltées depuis ces unités statistiques lorsque l'information était disponible.

Le tableau II.1 contient un résumé statistique de l'échantillon étudié. L'introduction en bourse initiale lève en moyenne 122 millions de dollars. La dispersion des observations pour cette variable est assez large avec un minimum de 29 millions de dollars et un maximum de 500 millions de dollars. En moyenne, 96,06 % du montant brut provenant de l'IPO et des placements privés sont placés sur un compte escrow. Ainsi, l'ensemble des SAVS de l'échantillon se soumet aux règles de la SEC en plaçant plus de 90 % de la somme levée. De plus, cette moyenne confirme l'affirmation de Rodrigues et Stegemoller (2013) selon laquelle la nouvelle génération de SAVS place entre 95 % et 100 % des capitaux levés sur un compte escrow. Le prix moyen des parts à la date de l'IPO est de 9,47 \$. Bien que Cumming et al. (2014) affirment que le prix se situe en général entre 6 \$ et 8 \$, ils rajoutent que les offres publiques initiales récentes proposent les *units* à un prix atteignant 10 \$ ce qui est cohérent avec nos données. 12,35 millions de parts sont émises en moyenne lors de l'IPO. La durée de vie moyenne des SAVS est de 586 jours comprenant 485 jours dans la phase « *no target* » et 130 jours dans celle « *target found* ». Bien qu'en moyenne, l'échantillon respecte les délais habituels de maximum 18 mois avant l'annonce et 6 mois entre l'annonce et l'accomplissement de la transaction, soit 24 mois au total, certaines entreprises prises isolément dépassent ces délais. La chronologie des événements pour certaines transactions n'est pas complète due au manque d'information disponible, elles n'ont donc pas été prises en compte pour ces variables de temps. La valeur moyenne des transactions s'élève à 407,08 millions de dollars alors que la capitalisation boursière des acquéreurs le jour de l'annonce de la fusion est de 166,44

millions de dollars. Ainsi, les SAVS acquièrent des entreprises cibles 1,91 fois plus grandes. Ce constat rejoint celui de Dimitrova (2017) selon lequel l'entreprise cible est 1,9 fois plus grande que la SAVS. Selon l'auteur, l'acquéreur finance donc la transaction en émettant de nouveaux titres ou en contractant une dette. Quatre sociétés acquéreuses de notre échantillon émettent de nouvelles actions peu de temps après l'opération à savoir : Del Taco Restaurants Inc., Nomad Foods Ltd., RMG Networks Holdings Corp. et Navios Maritime Acquisition Corp.

Tableau II.1 : Analyse descriptive de la base de données étudiée

	Montant but de l'IPO (\$)	% sur le compte escrow à l'IPO	Prix/part à l'IPO (\$)	# Units à l'IPO (M)	# jours "no target phase"	# jours "target found phase"	Durée de vie	Valeur de la transaction (\$M)	Capitalisation boursière (\$M)	Taille relative
Moyenne	121,95	96,06%	9,47	12,35	499,40	115,20	585,57	407,08	166,44	1,91
Médiane	64,50	96,00%	10,00	7,44	492,00	110,00	595,50	123,94	94,19	1,45
Variance		0,00	7,63	137,04						1,52
Max	500,25	100,00%	20,75	50,03	951,00	350,00	790,00	2794,74	703,61	4,59
Min	28,80	93,91%	3,85	3,37	183,00	0,00	338,00	25,78	36,77	0,32

Chapitre II.3. Méthodologie

Section. II.3.1. Comportement du prix de l'action

Afin de valider la première hypothèse portant sur le comportement du prix de l'action des sociétés d'acquisition à vocation spécifique, nous nous sommes référés à la méthodologie adoptée par Jenkinson et Sousa (2011) et également utilisée par d'autres auteurs. Pour cette partie de l'étude, notre échantillon se compose uniquement des transactions pour lesquelles la date du vote des actionnaires relatif à la F&A est disponible. Ainsi, sur 25 SAVS constituant la base de données initiale, seulement 17 ont été prises en compte. Afin d'établir la chronologie des événements de chaque transaction analysée, nous avons utilisé la fonction « *profil d'intention d'acheteur F&A* » de Bloomberg. Lorsque l'information disponible sur cet outil n'était pas suffisante, nous avons complété les données manquantes en recourant à la base de données EDGAR.

Dans un premier temps, nous avons fixé la période durant laquelle le comportement du prix est analysé à 40 jours suivant l'annonce et à 40 jours précédant le vote tout comme Jenkinson et Sousa (2011). Etant donnée la durée de la phase « *target found* » relativement courte, la période étudiée ne peut être rallongée.

Dans un second temps, différentes données relatives à la période étudiée ont été collectées. Tout d'abord, les prix des actions ont été identifiés via la plateforme Yahoo Finance ou, à défaut de cotation disponible, via Bloomberg. Nous avons fait de même pour le nombre d'actions en circulation en utilisant uniquement Bloomberg. Ensuite, la valeur du fonds trust a été approximée pour les deux périodes considérées. Le montant de la première est estimé à la valeur du fonds publiée à la date se rapprochant le plus de l'annonce dans les rapports trimestriels — le « *SEC form 10-Q*¹² » — disponibles sur EDGAR. Nous avons fait de même pour la seconde période en utilisant le dernier montant disponible du fonds précédent le vote.

¹² Le « *SEC form 10-Q* » est un document rempli trimestriellement par les entreprises cotées fournissant une vue sur la position financière de la société par l'intermédiaire, notamment, des états financiers non audités (U.S. Securities and Exchange Commission, 2011).

Dans un troisième temps, la valeur du fonds trust par action a été calculée en divisant la valeur du fonds trust approximée par le nombre d'actions en circulation pour l'ensemble des jours considérés.

Dans un dernier temps, nous avons scindé l'échantillon en deux sous-groupes. Tel que l'a fait remarquer Jenkinson & Sousa (2011), certaines transactions sont perçues par le marché comme destructrices de valeur mais sont pourtant approuvées par les investisseurs qui vont donc à l'encontre de l'avis du marché. C'est pourquoi nous avons, comme ces deux auteurs, différencié les *Bad* et les *Good SPACs* en suivant leur définition présentée à la section I.3.1. Lorsque le prix, à la date de la décision des investisseurs, était manquant, nous l'avons approximé par la dernière cotation disponible. Les sociétés de l'échantillon faisant partie des bonnes SAVS confirment la première hypothèse tandis que les autres la contredisent. Le comportement du prix des deux sous-échantillons a ensuite été analysé séparément.

Section. II.3.2. Impact des F&A sur la performance des actions des SAVS

II.3.2.a. A l'annonce d'une potentielle opération de F&A

Dans le but de mesurer l'impact d'une opération de F&A sur la performance des actions des SAVS, nous avons, dans un premier temps, mesuré leurs rendements anormaux liés à l'annonce d'une potentielle acquisition. L'analyse se base sur 19 transactions provenant de la base de données. En effet, 6 SAVS n'ont pas été prises en compte dû à une information incomplète sur leur cotation pendant les périodes considérées. Puisqu'une longue fenêtre temporelle permet de prendre en compte les effets d'anticipation ainsi que les réactions différées alors qu'une plus petite réduit les erreurs de résultats causées par d'autres événements affectant la valeur de l'entreprise, la deuxième hypothèse est vérifiée sur base de deux fenêtres temporelles différentes (Duso, Gugler, Yurtogly, 2010). La première se compose de trois jours entourant l'annonce [-1 ; +1]. Selon Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), le prix de l'action intègre l'information immédiatement après l'annonce, en d'autres termes, le marché est efficient. C'est pourquoi nous considérons une fenêtre de temps aussi courte. Cependant, une seconde fenêtre de temps plus longue [-5 ; +5] est prise en compte par souci de sécurité.

Afin de confirmer ou réfuter la deuxième hypothèse, nous avons procédé à une étude d'événement. Investopedia définit cette pratique comme « *empirical analysis performed on a security that has experienced a significant catalyst occurrence, and has subsequently changed dramatically as a result* » (Investopedia, s.d., para. 1). Elle permet d'évaluer la réaction d'une variable financière telle que le rendement d'une action à un événement en particulier (Brooks, 2014). Cette démarche a été développée par Ball & Brown et Fama & al. à la fin des années 60 (Brooks, 2014). Elle est aujourd'hui largement acceptée dans le monde financier (Duso et al., 2010).

La méthodologie suivie est celle présentée par Brooks (2014). Afin de séparer l'impact de l'annonce des mouvements de prix non lié à l'événement, nous avons calculé le rendement anormal de l'action i au temps t [$AR_{i,t}$] en soustrayant le rendement attendu ou espéré [$E(r_{i,t})$] à celui observé [$r_{i,t}$] :

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - E(r_{i,t})$$

Nous utilisons le modèle de marché pour calculer le rendement espéré :

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t}$$

Où,

$r_{i,t}$ Rendement de l'entreprise i au temps t

$r_{m,t}$ Rendement de l'indice de marché au temps t

Les paramètres (α et β) de la régression sont calculés en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires [OLS] appliquée sur un échantillon de données provenant d'une fenêtre d'observation ou d'estimation. Brooks définit cette période comme « *the period of time over which we investigate the impact of the event* » (Brooks, 2014, p.635). Elle comprend généralement entre 100 et 300 jours d'observation. Une plus longue fenêtre permet d'augmenter la précision dans l'estimation des paramètres. Cependant, étant donné la durée de vie limitée des SAVS, nous fixons la période d'observation à environ 100 jours de bourse lorsque cela est possible. Elle se termine 20 jours avant l'événement afin de s'assurer que les anticipations n'affectent pas l'estimation du rendement attendu. Pour

certaines SAVS, la fenêtre d'estimation compte moins de 100 jours ouvrables dû aux cotations indisponibles sur Yahoo Finance. Néanmoins, Lakicevic et Vulcanovic (2013) basent l'estimation de leurs paramètres sur une période de 50 jours avant l'événement estimée comme suffisamment longue par les chercheurs. L'indice de marché est le Russell 2000, également utilisé dans les études menées par Dimitrova (2017) et Kolb & Tykvova (2016). Il permet d'approximer le portefeuille de marché (Brooks, 2014). L'indice Russell 2000 sert comme un benchmark pour les actions de petite capitalisation aux États-Unis (Investopedia, s.d.). Le rendement de l'action $[r_{i,t}]$ et de l'indice de marché $[r_{m,t}]$ seront mesurés via le rendement logarithmique ou le rendement composé en continu. Il est défini comme suit (Béreau, 2017):

$$r_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Où,

$P_{i,t}$ Prix de l'action de la société i au temps t

Bien que la différence soit presque insignifiante, de nombreuses études d'événement utilisent le rendement composé en continu au lieu du rendement simple (Henderson, 1990). Il présente l'avantage de mieux se conformer à l'hypothèse de normalité des performances (Henderson, 1990). De plus, il est additif dans le temps (Béreau, 2017). Dans le but de simplifier les calculs, nous soumettons l'hypothèse qu'aucun dividende n'est distribué pendant les fenêtres considérées. Les « *Adjusted Closings* » importés depuis la plateforme Yahoo Finance ont servi de base pour ce calcul. Nous avons considéré les données journalières car la capacité d'une étude d'événement à détecter les rendements anormaux est meilleure lorsque celle-ci est menée sur base d'observations journalières que sur des données hebdomadaires ou mensuelles (Brooks, 2014). Ainsi, la performance attendue de l'entreprise i au temps t dans la fenêtre d'événement est calculée comme le bêta estimé dans la fenêtre d'observation multiplié par le rendement de marché réel au temps t auquel on rajoute éventuellement un intercepte, alpha (Brooks, 2014). Beaucoup d'études d'événement incluent un alpha. Cependant, lorsque celui-ci est élevé lors de la période d'estimation, il peut augmenter ou diminuer le rendement attendu (Brooks, 2014). Au regard des tests de significativité, nous avons décidé de ne pas inclure d'intercepte dans le calcul du rendement espéré des SAVS.

Afin d'identifier la tendance générale, nous avons également considéré le rendement anormal cumulé de l'entreprise i entre le jour T_1 et T_2 [$CAR_i(T_1, T_2)$]. Duso et al. (2010, p.187) définissent « *the total firm valuation effect of the merger as being the sum of the daily abnormal return within an event window* » :

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{i,t}$$

Par la suite, nous avons mené un test statistique afin d'examiner si, en moyenne, l'annonce a un effet sur le prix de l'action, en d'autres termes, si le rendement anormal moyen est statistiquement différent de zéro à travers toutes les transactions étudiées:

$$\begin{cases} H_0: \overline{AR}_t = 0 \\ H_1: \overline{AR}_t \neq 0 \end{cases}$$

Le rendement anormal moyen des $n=19$ entreprises pour chaque jour t dans la fenêtre d'événement est définie comme suit :

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Nous soumettons l'hypothèse que la moyenne de l'échantillon $AR_{1,t}, AR_{2,t}, \dots, AR_{n,t}$, de taille $n=19$ suit une distribution normale de moyenne μ_t et de variance σ_t^2/n . Ainsi, sous l'hypothèse nulle, la statistique de test suit une distribution de student avec $n-1$ degrés de liberté définit comme suit (Béreau, 2017):

$$t_{\overline{AR}_t=0} = \frac{\overline{AR}_t}{\sigma(\overline{AR}_t)/\sqrt{n}} \sim_{H_0} t_{n-1}$$

Où,

$n=19$ le nombre d'observations

$\sigma(\overline{AR}_t)$ L'écart-type du rendement anormal moyen

$$\sigma(\overline{AR}_t) = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (AR_{i,t} - \overline{AR}_t)^2}$$

Pour finir, nous avons examiné la significativité du rendement moyen cumulé pour l'ensemble des SAVS de la base de données :

$$\begin{cases} H_0: \overline{CAR}(T_1, T_2) = 0 \\ H_1: \overline{CAR}(T_1, T_2) \neq 0 \end{cases}$$

Le rendement anormal cumulé moyen se calcule comme suit :

$$\overline{CAR}(T_1, T_2) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N CAR_i(T_1, T_2)$$

Le CAR a une distribution normale car il provient d'une somme entre des variables suivant une loi normale. Par conséquent, la statistique de test suit une loi student avec $n-1$ degré de liberté et est défini comme suit (Béreau, 2017):

$$t_{\overline{CAR}(T_1, T_2)=0} = \frac{\overline{CAR}(T_1, T_2)}{\sigma(\overline{CAR}(T_1, T_2))/\sqrt{n}} \sim_{H_0} t_{n-1}$$

Où,

$n=19$ le nombre d'observations

$\sigma(\overline{CAR}(T_1, T_2))$ L'écart-type du rendement anormal moyen

$$\sigma(\overline{CAR}(T_1, T_2)) = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (CAR_i(T_1, T_2) - \overline{CAR}(T_1, T_2))^2}$$

Le code implémenté sur R Studio permettant de remplir l'entièreté des étapes présentées ci-dessus se trouve à l'annexe 3.

II.3.2.b. A la suite de l'opération de F&A

Dans un deuxième temps, nous avons analysé l'impact d'une opération de F&A sur le rendement des actions des SAVS à la suite de la transaction. Pour ce faire, nous avons, tout comme Kolb & Tykvova (2016) et Jenkinson & Sousa (2011), mené une étude d'événement sur le long-terme à partir de 21 transactions de l'échantillon initial pour lesquelles l'information disponible était suffisante. L'événement est représenté par la date

officielle de l'accomplissement de la fusion ou de l'acquisition. Le jour du vote aurait été plus précis pour la mesure de l'impact de la transaction sur le rendement des actions. Cependant, Bloomberg ne fournit pas une information suffisamment précise et parfois manquante sur la date de la décision. Typiquement, une période de long-terme couvre un mois, une année voire plusieurs années après l'événement (Brooks, 2014). Quatre fenêtres d'événement sont considérées : 3, 6, 9 et 12 mois après l'accomplissement de la fusion ou de l'acquisition. Lors d'une analyse de l'impact d'un événement sur une longue période de temps, davantage d'attention doit être prêtée au modèle utilisé pour estimer le rendement attendu (Brooks, 2014). En effet, selon Brooks (2014, p.643), « *over the longer run, small errors in setting up the asset pricing model can lead to large errors on the calculation of abnormal returns and therefore the impact of the event* ». C'est pourquoi, pour vérifier la 3^{ème} hypothèse, nous avons utilisé le *buy-and-hold abnormal return*. Ce dernier se base sur des rendements géométriques et non arithmétiques comme c'est le cas dans le calcul du rendement anormal cumulé. Par conséquent, le *buy-and-hold abnormal return* permet de cumuler les performances et ainsi correspondre davantage au rendement réel reçu par les investisseurs. Cependant, selon Fama (1998), le *buy-and-hold abnormal return* est plus affecté par l'asymétrie de l'échantillon que le rendement anormal dû à la cumulation. De plus, l'écart type du BHAR augmente plus rapidement avec un taux de croissance de $(T_2 - T_1)$. Il est défini comme suit (Brooks, 2014):

$$BHAR_i(T_1, T_2) = \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + E(R_{i,t})) - 1 \right]$$

Le rendement espéré est approximé par celui d'un benchmark, le Russell 2000. Nous soumettons l'hypothèse qu'aucun dividende n'est distribué pendant l'entièreté des périodes étudiées. Ensuite, la moyenne est obtenue en réalisant une somme pondérée des BHAR sur $n=21$ transactions considérées :

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_i$$

Pour finir, nous avons étudié la significativité du *buy-and-hold abnormal return* pour les trois périodes considérées de la même manière qu'au point précédant.

$$\begin{cases} H_0: \overline{BHAR} = 0 \\ H_1: \overline{BHAR} \neq 0 \end{cases}$$

Le code permettant d'implémenter le *buy-and-hold abnormal return* est disponible à l'annexe 4.

PARTIE III : RESULTATS ET DISCUSSION

Chapitre III.1. Comportement du prix de l'action

En nous basant sur la méthodologie présentée à la section II.3.1, nous avons testé la première hypothèse. Pour ce faire, nous avons catégorisé les SAVS impliquées dans les transactions de l'échantillon en *Good* et *Bad SPACs* au regard du rapport entre le prix de l'action et la valeur du fonds trust par action le jour du vote relatif à l'opération de F&A. Pour rappel, les bonnes SAVS présentent un prix supérieur au fonds tandis que les mauvaises ont un prix inférieur au moment de la décision (Jenkinson et Sousa, 2011). De plus, nous avons analysé le comportement du prix de l'action de manière distincte pour les deux sous-groupes identifiés entre l'annonce et le vote. Les résultats ainsi que les limites de la méthodologie choisie sont présentés ci-dessous.

Section III.1.1. Résultats

Dans l'échantillon de 17 SAVS pour lesquelles la date du vote était disponible, deux d'entre elles ont été catégorisées de *Bad* et 15 de *Good SPACs*. 8 entreprises incluses dans la base de données initiale n'ont pas pu être classées faute d'information insuffisante. Par conséquent, 60 % des transactions étudiées ont un prix supérieur à la valeur du fonds trust par action à la date du vote des investisseurs et ainsi valident la première hypothèse. Cependant, parmi l'échantillon global, 2 sociétés réfutent cette hypothèse et pour 8 SAVS, nous ne pouvons tirer de conclusion. L'ensemble des données pour chaque entreprise permettant la classification est présent dans le tableau III.1. Pour la suite de l'analyse de ce chapitre, nous ne considérons plus la société SAExploration Holdings Inc. [SAEX] étant donné qu'elle représente un *outlier*. Ainsi, l'étude se base sur un échantillon de 16 SAVS dont 14 d'entre elles sont définies comme des *Good SPACs* et 2 comme des *Bad*.

Tableau III.1 : Catégorisation des entreprises acquéreuses en *Good* et *Bad* SPAC

Ticker	Prix Action			Valeur fonds trust		# actions		Valeur fonds trust/action		Catégorie
	Annonce	Vote	Variation	Annonce	Vote	Annonce	Vote	Annonce	Vote	
NXEOU US	8,94	8,47	-5,24%	500.647.797	501.023.695	62.531.000	62.531.000	8,01	8,01	Good SPAC
STGG US	5,44	5,40	-0,66%	72.835.221	63.913.876	18.705.000	10.766.000	3,89	5,94	Bad SPAC
AGFS US	11,59	11,83	2,07%	220.504.066	220.502.961	27.563.000	27.563.000	8,00	8,00	Good SPAC
LIND US	9,95	10,56	6,13%	200.000.000	200.000.000	25.000.000	25.000.000	8,00	8,00	Good SPAC
TACO US	10,26	15,22	48,34%	150.000.330	150.000.330	18.750.000	18.750.000	8,00	8,00	Good SPAC
BLBD US	9,90	9,50	-4,03%	115.024.000	115.024.000	14.375.000	14.375.000	8,00	8,00	Good SPAC
PANL US	9,87	9,90	0,30%	98.524.693	98.497.018	12.683.000	12.683.000	7,77	7,77	Good SPAC
JASN US	10,15	10,49	3,35%	177.111.405	222.856.879	24.608.000	24.608.000	7,20	9,06	Good SPAC
GLRI US	7,96	7,96	0,00%	45.995.860	45.995.860	7.188.000	7.188.000	6,40	6,40	Good SPAC
TGLS US	10,05	10,18	1,29%	42.740.000	42.740.000	5.250.000	5.250.000	8,14	8,14	Good SPAC
SAEX US	1.337,85	1.347,30	0,71%	61.698.945	61.676.762	58.000	58.000	1.063,77	1.063,39	Good SPAC
JTPY US	6,04	6,09	0,83%	68.802.558	68.802.558	14.320.000	14.320.000	4,80	4,80	Good SPAC
RLJE US	29,67	24,60	-17,09%	143.128.537	143.148.099	5.990.000	5.990.000	23,89	23,90	Good SPAC
PLTYF US	7,63	7,79	2,10%	36.006.706	36.000.000	4.800.000	4.800.000	7,50	7,50	Good SPAC
BWOWF US	7,34	7,17	-2,31%	34.066.563	34.066.563	5.640.000	5.640.000	6,04	6,04	Good SPAC
LINU US	3,53	3,83	8,69%	32.928.792	32.928.792	7.501.000	7.501.000	4,39	4,39	Bad SPAC
DJSP US	5,55	6,50	17,04%	54.297.000	54.297.000	9.167.000	9.167.000	5,92	5,92	Good SPAC
MOYENNE	87,75	88,40	6,28%	120.841.910,18	99.403.168,63	15.537.000,00	12.103.687,50	69,98	70,19	
MEDIANNE	9,87	9,50	0,83%	72.835.221,00	68.802.558,00	12.683.000,00	10.766.000,00	7,77	8,00	

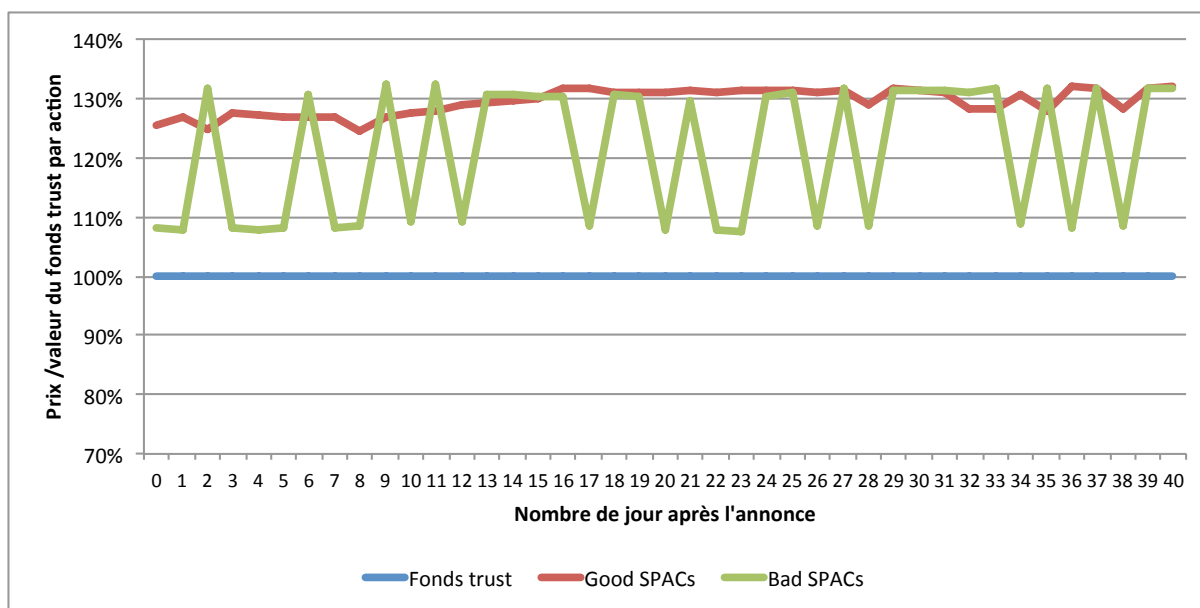
Suite à l'identification de deux sous-groupes au sein de l'échantillon, nous avons étudié le comportement du prix de l'action pour chacun d'eux. Dans un premier temps, nous nous sommes basés sur un résumé statistique des données à la date de l'annonce et du vote repris dans le tableau III.2. Au regard de ces résultats, plusieurs constats peuvent être soulevés. Tout d'abord, le prix des actions des *Good SPACs* est largement supérieur à celui des *Bad*, aussi bien à l'annonce qu'au vote. Cependant, la variation de la cotation entre ces deux événements est presque similaire pour les deux sous-groupes. Ensuite, on remarque également une grande différence du côté de la valeur du fonds trust. L'écart est moins marqué pour le nombre d'action en circulation. Par conséquent, la valeur du fonds trust par action des *Good SPACs* est supérieure à celle des *Bad*. Pour finir, le rapport moyen entre le prix et le fonds est positif pour les mauvaises SAVS contrairement aux résultats obtenus par Jenkinson et Sousa (2011). La variation de ce rapport est positive du côté des bonnes SAVS contrairement à l'autre sous-groupe. Bien que l'augmentation du ratio pour les *Good* et la diminution pour les *Bad SPACs* soit cohérente avec les résultats de Jenkinson et Sousa (2011), ces derniers ont mesuré une variation plus grande pour le premier sous-échantillon et plus petite pour le second.

Tableau III.2 : Comparaison du prix et de la valeur du fonds trust entre les *Good* et *Bad SPACs*

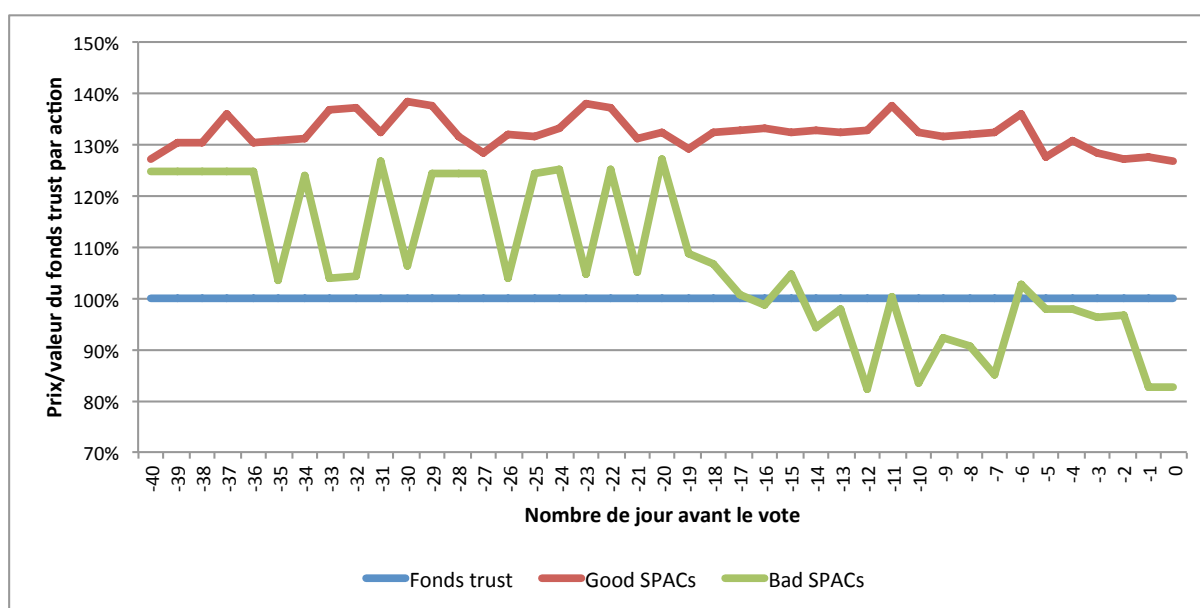
	Prix Action			Valeur fonds trust		# actions		Valeur fonds trust/action		Rapport		
	Annonce	Vote	Variation	Annonce	Vote	Annonce	Vote	Annonce	Vote	Annonce	Vote	Variation
Moyenne - Good	10,35	10,45	3,77%	134.774.965,36	138.068.211,64	16.990.357,14	16.990.357,14	8,41	8,54	1,23	1,25	2,25%
Moyenne - Bad	4,48	4,62	4,02%	52.882.006,50	48.421.334,00	13.103.000,00	9.133.500,00	4,14	5,16	1,10	0,89	-13,07%

Dans un second temps, nous avons analysé la tendance du prix de l'action pour les deux sous-groupes 40 jours après l'annonce et 40 jours avant le vote à travers les graphiques III.1 et III.2. L'entièreté des données chiffrées est disponible à l'annexe 5. Pour le portefeuille constitué uniquement des *Good SPACs*, le prix représente en moyenne 125,63 % de la valeur du fonds trust par action lors de l'annonce. Il s'écarte ensuite très légèrement de la valeur du fonds mais pas de manière régulière comme c'est le cas dans l'échantillon de Jenkinson et Sousa (2011). Le rapport atteint 126,72 % lors du vote contre 131 % mesuré par ces derniers auteurs. Contrairement aux résultats de Jenkinson et Sousa (2011), pendant la période de 40 jours précédant le vote, la variation du prix fluctue beaucoup et ce dernier diminue quelques jours avant la décision. Cependant, nous arrivons à une conclusion cohérente avec la littérature : le prix des actions des *Good SPACs* est supérieur à la valeur du fonds trust par action de la date de l'annonce à celle du vote. Pour les mauvaises SAVS, Jenkinson et Sousa (2011) affichent un prix continuellement inférieur à la valeur du fonds. Cependant, nous avons mesuré un rapport de 108,25 % à l'annonce. Lors des 40 jours suivants, le prix reste supérieur au fonds et varie de manière discontinue. Au 16^{ème} jour avant le vote, le prix chute en dessous de la valeur du fonds trust par action. Par conséquent, bien que les deux entreprises composant ce sous-groupe répondent à la définition des *Bad SPACs* de Jenkinson et Sousa (2011), le comportement du prix de ce portefeuille n'est pas cohérent avec la littérature. Cela peut s'expliquer par les limites citées dans la section III.1.2. La différence entre les deux sous-groupes est davantage marquée au moment du vote tout comme le montre également le graphique I.5 de Jenkinson et Sousa.

Graphique III.1 : Comportement du prix de l'action des SAVS par rapport à la valeur du fonds trust par action lors des 40 jours suivant l'annonce



Graphique III.2 : Comportement du prix de l'action des SAVS par rapport à la valeur du fonds trust par action lors des 40 jours précédents le vote



Sur base de ces résultats, deux constats peuvent être tirés. Premièrement, puisque le prix est continuellement supérieur à la valeur du fonds trust par action pour les bonnes SAVS, nous pouvons en déduire que la perception du marché sur le deal proposé se fait immédiatement à l'annonce. Jusqu'au vote, le marché évalue la transaction comme créatrice de valeur pour les investisseurs. Pour les *Bad SPACs*, la perception du marché

fluctue et change radicalement au 16^{ème} jour précédant le vote. A partir de ce moment, l'opération est perçue comme destructrice de valeur. Deuxièmement, les investisseurs des mauvaises SAVS ne suivent pas l'avis du marché lors de la décision relative à la proposition de F&A. Ils ne considèrent donc pas le prix au vote comme un facteur de décision sur la liquidation ou l'accomplissement de la transaction proposée.

Pour finir, le comportement du prix de *Bad SPACs* soulève la question suivante : pourquoi ces entreprises ne sont-elles pas liquidées alors qu'elles ont un prix inférieur à la valeur du fonds trust par action lors du vote ? Une première explication peut se trouver du côté des conflits d'intérêts des fondateurs. Ils ont un incitant à conclure l'opération de F&A. Cela peut mener les managers et leurs affiliés à acheter des actions avec droit de vote avant l'assemblée portant sur la décision quant à la transaction proposée. Les affiliés sont notamment, l'entreprise cible et ses actionnaires. La SEC affirme que l'achat de parts par les fondateurs, les actionnaires de la cible ou encore des entreprises affiliées est régulièrement observé (Jenkinson et Sousa, 2011). Jenkinson et Sousa (2011) expliquent également cette contradiction par une confiance des investisseurs dans les capacités des managers à créer de la valeur. De plus, ces auteurs mettent en avant le manque de prise de conscience des actionnaires sur leur rôle essentiel dans la décision en n'exerçant pas leur droit de vote ou en votant systématiquement en faveur de la transaction proposée.

Section III.1.2. Limites de la méthodologie

Nous avons identifié deux limites à la méthodologie suivie. Premièrement, l'analyse se base sur un échantillon limité ne comprenant que 15 *Good* et 2 *Bad SPACs* alors que celui de Jenkinson et Sousa (2011) est composé respectivement de 20 bonnes et 23 mauvaises SAVS. Notre échantillon n'est pas représentatif de la population étudiée plus particulièrement pour les mauvaises SAVS. De plus, certaines cotations n'étaient pas disponibles.

Deuxièmement, l'estimation de certaines données manque de précision. Par exemple, en prenant la dernière valeur disponible du fonds trust, nous ne prenons pas en compte les intérêts gagnés entre la date de publication et celle de l'annonce ou celle du vote. Cependant, nous avons privilégié cette méthode d'approximation à celle consistant à partir du fonds trust récolté lors de l'IPO et des placements privés et à rajouter un intérêt

provenant d'un taux sans risque. En effet, cette approximation ne prend pas en compte les dépenses prélevées directement dans le compte.

Chapitre III.2. Impacte des F&A sur la performance des actions des SAVS

A l'aide d'une étude d'événement présentée à la section II.3.2., nous nous sommes intéressés à la création ou à la destruction de valeur engendrée par une opération de F&A impliquant une société d'acquisition à vocation spécifique pour les actionnaires de celle-ci. Nous nous sommes tournés vers deux événements pouvant avoir un impact sur la performance des actions : l'annonce d'une potentielle fusion ou acquisition (hypothèse 2) ainsi que l'accomplissement de cette opération (hypothèse 3).

Section III.2.1. Résultat — Hypothèse 2

Le test de la deuxième hypothèse concernant l'impact de l'annonce d'une opération de F&A sur la performance des actions des SAVS a fourni les résultats présentés à l'annexe 6. Cependant, nous basons la discussion sur un résumé statistique de ces données présent dans les tableaux III.3 et III.4. De plus, les graphiques III.3 et III.4 illustrent la tendance des moyennes obtenues.

Tout comme dans la littérature, nous observons un rendement anormal le jour de l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition. Celui-ci est égal à 1,31 % mais n'est cependant pas significativement différent de zéro. Lakicevic et Vulcanovic (2013) ont mesuré quant à eux, un AR de 0,85 % le jour de l'événement qui est également positif mais inférieur au nôtre. Le jour précédant l'événement, l'AR moyen est égal à 2,81 % et est significatif à un niveau de 5 %. Les autres jours considérés présentent un rendement anormal proche de zéro et non significatif. Comme l'illustrent les graphiques III.3 et III.4, les rendements anormaux chutent après l'événement. Le graphique de Lakicevic et Vulcanovic (2013) présente également les mêmes tendances bien qu'ils ne prennent en compte que les jours suivants l'annonce. Du fait de la non-significativité et des faibles rendements anormaux, nous ne pouvons constater un effet d'anticipation qu'un seul jour avant l'annonce et un effet différé extrêmement léger.

Dans une fenêtre de trois jours entourant l'événement, le rendement anormal cumulé total s'élève à 4,31 % et est significatif à un niveau de 10 %. Ce pourcentage est supérieur à celui obtenu par Dimitrova (2017) valant 1,50 %. Le CAR dans la fenêtre de 11

jours est de 4,09 % mais n'est néanmoins pas significativement différent de zéro. Le peu d'écart entre les montants obtenus pour les deux fenêtres d'événement renforce l'idée d'un effet d'anticipation et d'un effet différé faibles. Pour finir, le signe positif des CAR indique qu'en moyenne, soit les SAVS étaient engagées dans des acquisitions porteuses de valeur, soit, les destructions de valeur étaient plus petites que celles attendues. Au regard du montant des rendements anormaux cumulés et de leur significativité, nous pouvons conclure que, dans une fenêtre d'événement de 3 jours, l'annonce d'une potentielle opération de F&A a un impact sur la performance des actions des SAVS ce qui n'est pas le cas dans une fenêtre de 11 jours.

Tableau III.3 : Rendements anormaux moyens et rendements anormaux cumulés moyens dans une fenêtre d'événement de 3 jours entourant l'annonce d'une F&A

	AR (-1)	AR (0)	AR (+1)	CAR (-1)	CAR(0)	CAR(+1)
Moyenne	0,0281	0,0131	0,0041	0,0281	0,0412	0,0431
Médiane	0,0085	0,0059	0,0002	0,0085	0,0128	0,0119
Variance	0,0026	0,0011	0,0008	0,0026	0,0065	0,0103
Statistique de test	2,3420	1,6916	0,6290	2,3420	2,1670	1,8518
Significativité	**			**	**	*

*** Significatif à un niveau de 1 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Tableau III.4 : Rendements anormaux moyens et rendements anormaux cumulés moyens dans une fenêtre d'évènement de 11 jours entourant l'annonce d'une F&A

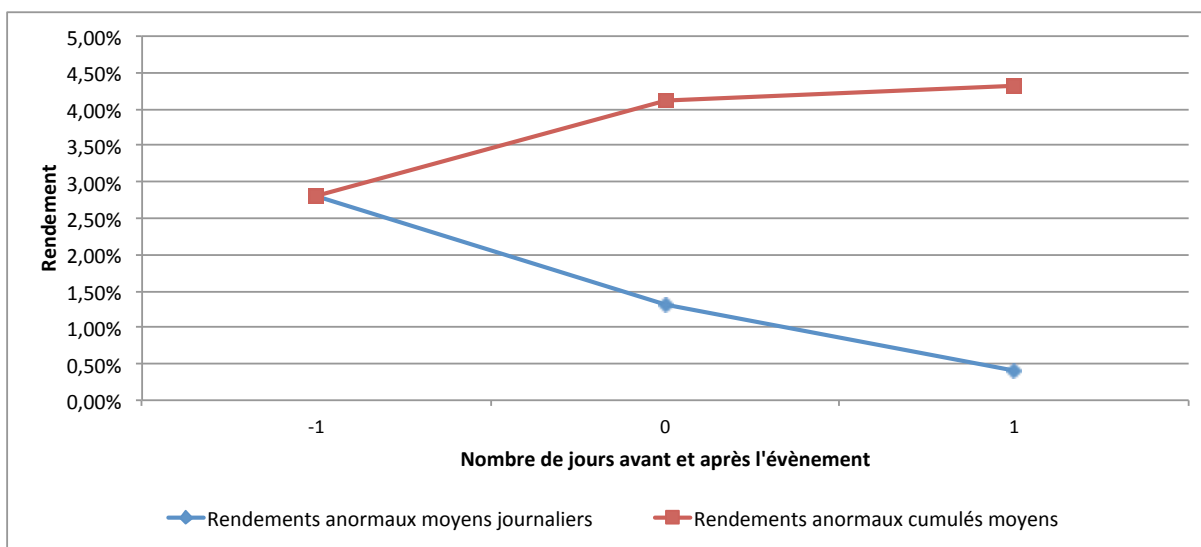
	AR (-5)	AR (-4)	AR (-3)	AR (-2)	AR (-1)	AR (0)	AR (+1)	AR (+2)	AR (+3)	AR (+4)	AR (+5)
Moyenne	-0,0012	-0,0027	-0,0008	0,0066	0,0281	0,0131	0,0041	0,0022	-0,0045	0,0007	-0,0025
Médiane	-0,0001	-0,0001	0,0000	-0,0001	0,0085	0,0059	0,0002	0,0000	-0,0006	0,0000	-0,0001
Variance	0,0001	0,0001	0,0000	0,0014	0,0026	0,0011	0,0008	0,0001	0,0002	0,0000	0,0001
Statistique de test	-0,4631	-1,3940	-0,8920	0,7687	2,3420	1,6916	0,6290	0,8260	-1,2976	0,4412	-1,1222
Significativité					**						
	CAR (-5)	CAR (-4)	CAR (-3)	CAR (-2)	CAR (-1)	CAR (0)	CAR (+1)	CAR (+2)	CAR (+3)	CAR (+4)	CAR (+5)
Moyenne	-0,0012	-0,0039	-0,0047	0,0019	0,0301	0,0432	0,0450	0,0472	0,0427	0,0434	0,0409
Médiane	-0,0001	-0,0001	-0,0002	-0,0005	0,0060	0,0126	0,0102	0,0078	0,0079	0,0121	0,0082
Variance	0,0001	0,0003	0,0003	0,0020	0,0079	0,0146	0,0201	0,0226	0,0207	0,0205	0,0202
Statistique de test	-0,4631	-1,0227	-1,1010	0,1857	1,4325	1,5186	1,3824	1,3681	1,2914	1,3211	1,2524
Significativité											

*** Significatif à un niveau de 1 %

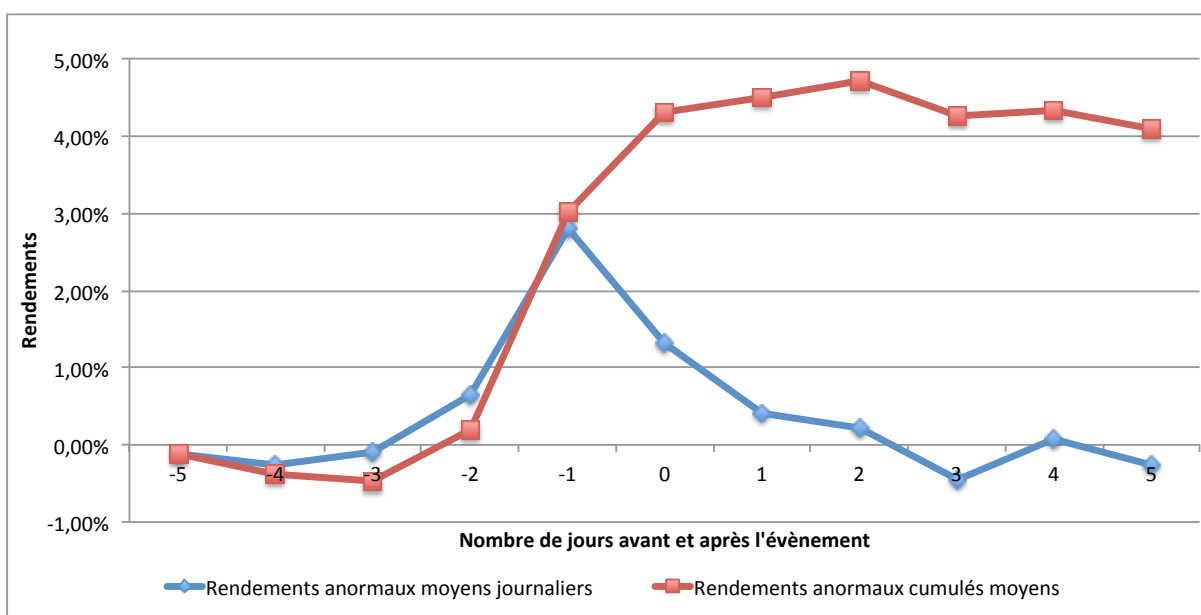
** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Graphique III.3 : Evolution du rendement anormal moyen et du rendement anormal cumulé moyen dans une fenêtre d'évènement de 3 jours entourant l'annonce d'une F&A



Graphique III.4 : Evolution du rendement anormal moyen et du rendement anormal cumulé moyen dans une fenêtre d'évènement de 11 jours entourant l'annonce d'une F&A



Comment expliquer ces résultats ? Tout d'abord, le signe majoritairement positif des rendements anormaux peut se justifier par un financement monétaire comme indiqué à l'annexe 2, bien que l'émission d'actions complète dans certains cas le financement. En effet, selon Andrade et al. (2001), les transactions réglées en argent affichent un rendement légèrement positif du côté des acquéreurs alors que celles utilisant des actions ont une performance significativement négative.

Ensuite, nous avons identifié plusieurs explications afin de justifier les rendements anormaux cumulés plus élevés comparativement à ceux présentés dans la littérature. La première explication concerne l'évaluation du deal par les actionnaires à la suite de l'annonce de ce dernier. Comme présenté au chapitre III.1, seulement deux SAVS de l'échantillon analysé répondent aux caractéristiques des *Bad SPACs* c'est-à-dire que la transaction est approuvée malgré la perception de destruction de valeur par la marché. L'amplitude des montants observés dans notre recherche pourrait donc provenir d'une évaluation de l'opération de F&A davantage positive par les investisseurs des SAVS constituant notre base de données comparativement à celles utilisées dans les études empiriques précédentes. En effet, d'après Jenkison et Sousa (2011), le prix de l'action augmente si les investisseurs évaluent la transaction comme créatrice de valeur. Par conséquent, nous pouvons nous rapprocher des résultats obtenus dans la littérature en intégrant davantage de *Bad SPACs* dans l'échantillon étudié. La deuxième explication potentielle provient des conflits d'intérêts. Les fondateurs peuvent pousser le prix des actions à la hausse en augmentant la demande due à leur volonté d'acquérir des actions avec droit de vote afin de maximiser la probabilité d'approbation de la transaction proposée.

La diminution du rendement anormal à la suite de l'annonce est cohérente. En effet, comme l'a souligné Lakicevic et Vulcanovic (2013), dû à une possibilité d'échanger les actions contre un montant au pro rata du fonds trust, les actionnaires n'ont aucun intérêt à élever le prix de l'action lors de l'annonce.

Pour finir, à travers les résultats, nous pouvons conclure que le marché n'est pas parfaitement efficace. En effet, le rendement anormal de 2,08 % le jour précédant l'annonce indique une réaction du marché anticipative par rapport à la date officielle à laquelle l'information a été communiquée.

Section III.2.2. Résultats — Hypothèse 3

L'objectif de la troisième hypothèse est d'analyser l'impact de l'accomplissement d'une fusion ou acquisition sur le rendement des actions des SAVS. Les données détaillées obtenues pour chaque entreprise sont disponibles à l'annexe 7. Cependant, nous basons la discussion sur le résumé statistique des *buy-and-hold abnormal return* calculé et présenté dans le tableau III.5.

Pour commencer, tout comme dans la littérature, en moyenne, les SAVS de notre échantillon sous-performent le marché. Cette sous-performance est de 7,33 %, 24,59 %, 39,23 % et 51,07 % pour respectivement, 3, 6, 9 et 12 mois après la date officielle de l'accomplissement de l'opération de F&A. Ces montants sont légèrement inférieurs à ceux obtenus par Kolb et Tykvova (2016) mais néanmoins relativement proches. La différence peut s'expliquer par le fait que notre échantillon se compose uniquement de deux *Bad SPACs* comme démontré dans le chapitre III.1. En effet, Jenkinson et Sousa (2011) ont calculé un rendement moyen cumulé post-acquisition plus faible du côté des *Bad SPACs* que de celui des *Good SPACs* au cours des 26 premières semaines suivant la transaction. De plus, le rendement des mauvaises SAVS se détériore plus rapidement. Ensuite, nous pouvons observer une détérioration de la performance des actions des SAVS. Ce constat est cohérent avec les observations des études empiriques menées précédemment. Pour finir, le *buy-and-hold abnormal return* moyen est significatif à partir de 6 mois suivant la F&A à un niveau de 1 %. Par conséquent, les résultats obtenus confirment la troisième hypothèse.

La sous-performance des sociétés d'acquisition à vocation spécifique par rapport au marché à la suite d'une opération de F&A soulève une question au sujet de la qualité de l'entreprise cible. Selon l'étude menée par Kolb et Tykvova (2016), les entreprises cibles des SAVS ne sont pas aussi attrayantes que celles choisissant une introduction en bourse classique. En effet, elles sont de petite taille, elles sont plus lourdement endettées, leurs opportunités de croissance sont moindres et la participation des *venture capitalists* et des fonds de placement privé est moins probable. Les chercheurs concluent que « *the 'frog turned prince' scenario does not apply in the case of SPAC firms : these firms remain 'frogs' in the long term* » (Kolb & Tykvova, 2016, p. 93).

Tableau III.5 : *Buy-and-hold abnormal return* moyen 3, 6, 9 et 12 mois après l'opération de F&A

	BHAR - 3 mois	BHAR - 6 mois	BHAR - 9 mois	BHAR - 12 mois
Moyenne	-0,07330	-0,24585	-0,39227	-0,51073
Médiane	-0,08842	-0,27050	-0,39378	-0,48423
Variance	-0,08842	-0,27050	-0,39378	-0,48423
Statistique de test	-1,15020	-3,89140	-6,18360	-6,98370
Significativité		***	***	***

*** Significatif à un niveau de 1 %

** Significatif à un niveau de 5 %

* Significatif à un niveau de 10 %

Section III.2.3. Limites de la méthodologie

Plusieurs limites à la méthodologie suivie peuvent être identifiées. Premièrement, les échantillons servant de base à la vérification de la deuxième ou troisième hypothèse ne comptent que, respectivement, 19 et 21 transactions. Ils ne sont donc pas représentatifs de la population des SAVS. De plus, lorsque le nombre d'entreprises considérées ainsi que la taille de la fenêtre d'estimation sont trop petits, la présence de *outliers* peut poser problème. En effet, ils peuvent impacter l'estimation des paramètres via le modèle de marché. Cependant, la durée de vie limitée des SAVS ne permet pas d'augmenter la fenêtre d'estimation. (Brooks, 2014)

Deuxièmement, comme le souligne Lakicevic et Vulcanovic (2013), davantage d'informations sur l'annonce d'une F&A peuvent être retirées de l'analyse simultanée des trois types de titres émis par les SAVS lors de l'IPO : les *units*, les actions et les bons de souscription. Cependant, nous nous sommes limités à l'étude des actions étant donné l'accès difficile à l'information sur les autres types de titres.

Troisièmement, afin de tester la significativité des rendements, nous avons soumis l'hypothèse de normalité des performances des actions. Or, comme le souligne Brooks (2014), ils sont souvent *leptokurtic*. Afin de remédier à ce problème, nous pourrions recourir à la technique de bootstrap. Une autre méthodologie serait d'utiliser un test non paramétrique qui est plus robuste face à des distributions non normales mais moins puissantes.

Quatrièmement, le benchmark utilisé est un indice de marché, le Russell 2000. Cependant, nous aurions également pu comparer le rendement des SAVS à celui d'un portefeuille d'entreprises similaires à celles constituant l'échantillon en se basant notamment sur le secteur ou encore sur la taille.

Cinquièmement, dans la validation de la troisième hypothèse, nous aurions dû fixer l'événement au vote des actionnaires et non à la date officielle de la F&A afin de gagner en précision. Cependant, le manque d'information sur le jour précis de la décision ne nous le permettait pas. De plus, comme indiqué à l'annexe 2, peu de jours séparent ces deux événements.

CONCLUSION

Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique représentent des véhicules de financements alternatifs pour les entreprises privées. En effet, ces dernières accèdent au marché public par l'intermédiaire d'une opération de F&A avec une SAVS cotée. Ces sociétés-écrans ne conduisent aucune activité. Par conséquent, leur objectif premier est la création de valeur à travers une fusion ou une acquisition. La question de la création de valeur est un sujet assez large pouvant couvrir différents domaines c'est pourquoi nous nous sommes concentrés sur une seule catégorie de partie prenante : les actionnaires publics. La structure et les caractéristiques des SAVS telles que leur cycle de vie, leur degré élevé de transparence ainsi que leurs obligations réglementaires imposées par la SEC permettent de limiter le risque des actionnaires renforçant ainsi la confiance dans ce type d'actifs financiers. Cependant, génère-t-il un bon rendement pour autant ?

Nous avons mesuré le succès d'une opération de F&A en termes de rendement boursier des investisseurs. Nous avons également délimité la zone de recherche de manière spatio-temporelle : les SAVS cotées sur un marché boursier aux États-Unis et ayant accompli une acquisition ou une fusion entre 2010 et 2016. L'analyse de la réaction des marchés financiers à la transaction s'est donc déroulée dans un cadre bien délimité.

Dans un premier temps, afin d'approfondir notre compréhension sur le fonctionnement des sociétés d'acquisition à vocation spécifique, nous avons étudié leur structure, leur organisation et leurs caractéristiques. A travers une analyse descriptive de notre échantillon, certains de ces points ont pu être confirmés, notamment leur durée de vie limitée, le prix des parts lors de l'IPO ou encore l'établissement d'un compte escrow.

60 % de notre groupe témoin caractérisés de *Good SPACs* selon la définition de Jenkinson et Sousa (2011) ont validé la première hypothèse selon laquelle le prix des actions des SAVS ayant accompli une opération de F&A est supérieur à la valeur du fonds trust par action le jour du vote. Les investisseurs des *Bad SPACs* vont, quant à eux, à l'encontre de l'avis du marché qui évalue le deal comme destructeur de valeur. Nous avons donc scindé l'échantillon en deux sous-groupes : les bonnes et mauvaises SAVS. Le comportement du prix de la première catégorie est en adéquation avec les résultats de

Jenkinson & Sousa (2011) et Dimitrova (2017) selon lesquels, le prix du titre est supérieur à la valeur du fonds trust par action de l'annonce au vote. Le comportement du prix des *Bad SPACs* n'est, quant à lui, pas cohérent avec la littérature. La destruction de valeur n'est perçue qu'au 16^{ème} jour précédant le vote dans notre portefeuille. Par conséquent, bien que les entreprises caractérisées de mauvaises SAVS répondent à la définition de Jenkinson et Sousa (2011), leur comportement n'est pas similaire à celui présenté dans la littérature. Etant donné les protections fournies aux investisseurs et le fonds trust comme seul actif des SAVS, jusqu'à l'accomplissement d'une F&A, le prix devrait suivre la valeur du fonds trust comme le précisent Jenkinson et Sousa (2011). Cependant, dès l'annonce, le prix s'écarte de la valeur du fonds. Par conséquent, nous pouvons en conclure que l'évaluation du deal par le marché se fait directement à l'annonce.

Dans une fenêtre de trois jours entourant l'annonce d'une opération de F&A, notre échantillon a révélé un rendement anormal cumulé significatif de 4,31 % et ainsi démontre un impact positif de l'événement sur la performance des actions. Ces résultats confirment ceux obtenus par Dimitrova (2017). Andrade et al. (2001) expliquent ce montant positif par le financement en cash de la transaction. Dans une fenêtre de 11 jours, le rendement anormal cumulé n'est, quant à lui, pas significatif. Par conséquent nous pouvons écarter l'existence d'effet d'anticipation et d'effet différé important. Néanmoins, une anticipation de la part du marché est remarquée le jour précédant l'annonce. La diminution du rendement anormal les jours suivant l'évènement rejoint les observations de Lakicevic et Vulcanovic (2013). Cette baisse est expliquée par la possibilité d'échanger les actions contre un montant au prorata du fonds trust. Ainsi, les investisseurs n'ont aucun intérêt à lever le prix du titre.

L'étude sur le long-terme du *buy-and-hold abnormal return* à la suite de l'accomplissement d'une opération de F&A rejoint les différents constats relevés dans la littérature, notamment par Kolb et Tykvova (2016). Les SAVS sous-performent le marché. De plus, l'écart s'agrandit davantage avec le temps. Nous en sommes venus à nous poser la question de la qualité des entreprises cibles. Kolb et Tykvova (2016) ont démontré qu'elles n'étaient pas aussi attrayantes que celles passant par une introduction en bourse classique. De plus, ils ont rajouté que : « *the 'Frog turned prince' scenario does not apply [...]* » (Kolb & Tykvova, 2016, p.93).

Certaines limites aux méthodologies suivies méritent d'être soulevées. Premièrement, le faible nombre de transactions considérées ne permet pas à l'échantillon d'être représentatif de la population étudiée. De plus, nos résultats peuvent cacher des disparités au sein du groupe témoin en particulier des différences relatives à la proportion de *Good* et *Bad SPACs*. Deuxièmement, afin d'être complets dans l'analyse de la réaction du marché, nous aurions également dû considérer les parts et les bons de souscription. Cependant, les données disponibles ne nous le permettaient pas. Troisièmement, l'hypothèse de normalité des rendements est une hypothèse forte qui n'est pas observable dans la réalité. Troisièmement, nous aurions également pu utiliser un portefeuille d'entreprises comparables comme benchmark afin de gagner en pertinence dans la comparaison des rendements. Quatrièmement, un manque de précision de certaines données a potentiellement impacté les résultats. Néanmoins, nous avons été aussi précis que possible dans les approximations.

Au regard de nos résultats, d'autres pistes de réflexion auraient mérité d'être abordées. Tout d'abord, l'approbation de l'opération de F&A par les investisseurs des *Bad SPACs* met en lumière le manque d'influence du prix lors du vote dans la décision des actionnaires. Ainsi l'identification des facteurs influençant la probabilité de fusion aurait pu faire l'objet d'une étude. Ensuite, nous partageons le constat d'autres auteurs : les SAVS affichent une faible performance sur le long-terme. Par conséquent, davantage de recherches sont nécessaires pour comprendre le grand retour de ce type d'actifs financiers. Enfin, nous aurions pu pousser l'analyse plus loin en nous demandant si la perception de la transaction par le marché est vérifiée à la suite de l'accomplissement du deal. En d'autres mots, si la F&A des *Good SPACs* a créé de la valeur pour leurs actionnaires et si celle des *Bad SPACs* en a détruit. Ces pistes de réflexion n'ont malheureusement pas pu être développées pour diverses raisons pratiques. Cependant, elles laissent la porte ouverte à d'autres contributions.

Pour conclure, la question de la création de valeur faisant l'objet de ce mémoire reçoit une réponse négative. Cependant, nous tiennons à souligner que nous avons abordé ce travail uniquement sous l'angle de vue de la stratégie du « *buy-and-hold* ». D'autres stratégies d'investissement auraient mené à des résultats différents. Néanmoins, ce mémoire a permis de contribuer au débat relatif à la création de valeur pour les actionnaires des SAVS.

BIBLIOGRAPHIE

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Anup, N. (2016). *SPACs : an alternative investment vehicule* (Mémoire). University of Porto.
- Aydogdu, M., Shekhar, C., & Torbey, V. (2007). Shell companies as IPO alternatives : an analysis of trading activity around reverse mergers. *Applied Financial Economics*, 17, 1335-1347. doi: 10.1080/09603100600993752
- Béreau, S. (2017). Cours de *Computation Finance*, Université Catholique de Louvain.
- Boyer, C., & Baigent, G. (2008). SPACs as alternative investments : an examination of performance and factors that drive prices. *The Journal of Private Equity*, 11(3), 8-14. doi: 10.3905/jpe.2008.707198
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance* (3è éd.). Royaume-Uni: Cambridge University Press.
- Broude, P. (2007). Should you sell to a SPAC ?. *Mergers & Acquisitions : The Dealermarker's Journal*, 42(5), 76-79.
- Chalamish, E. (2016). SPACs are back. *Global Finance*, 30(11), 63.
- Cizmovic, M., Lakicevic, M., & Vulcanovic, M. (2013). Unit IPO's : a case of specified purpose acquisition companies (SPACS). *Montenegrin Journal of Economics*, 9(1), 45-52.

- Cumming, D., Helge Hab, L., & Schweizer, D. (2014). The fast track IPO – success factor for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking and Finance*, 47, 198-213. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.07.003
- Dimitrova, L. (2017). Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the « poor man's private equity funds ». *Journal of Accounting and Economics*, 63, 99-120. doi: 10.1016/j.jacceco.2016.10.003
- Duso, T., Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2010). Is the event study methodology useful for merger analysis ? A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics*, 30, 186-192. doi: 10.1016/j.irle.2010.02.001
- Fama, E.F. (1998). Market efficiency, long-term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21. doi: 10.2307/2525569
- FE Investigate. (2007). *Cross Shore Acq Corp (cse)*. En ligne <http://www.investegate.co.uk/cross-shore-acq-corp--cse-/rns/statement-re-egm/200708130730039484B/>
- Gleason, K.C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R.A. (2005). Backing into being public : an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2004.08.001
- Henderson, G.V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *The Journal of Risk and Insurance*, 57(2), 282-306. doi: 10.2307/253304
- Howe, J., & O'Brien, S. (2016). SPAC performance, ownership and corporate governance. *Advances in Financial Economics*, 15, 1-14. doi: 10.1108/S1569-3732(2012)0000015003

- Ignatyeva, E., Rauch, C., & Wahrenburg, M. (2013). Analyzing European SPACs. *The Journal of Private Equity*, 17(1), 64-79. doi: 10.3905/jpe.2013.17.1.064
- Investopedia. (s.d.) *Event study*. En ligne
<http://www.investopedia.com/terms/e/eventstudy.asp>.
- Investopedia. (s.d.). *Russell 2000 index*. En ligne
<http://www.investopedia.com/terms/r/russell2000.asp>.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2011). Why SPAC investors should listen to the market. *Journal of Applied Finance*, 21(2), 38-57.
- Kolb, J., & Tykvova, T. (2016). Going public via special purpose acquisition companies : frogs do not turn into princes. *Journal of Corporate Finance*, 40, 80-96.
doi :10.1016/j.jcorpfin.2016.07.006
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2014). Institutional changes of specified purpose acquisition companies. *North American journal of economics and finance*, 28, 149-169.
- Lakicevic, M., & Vulcanovic, M. (2013). A story of SPACs. *Managerial Finance*, 39(4), 384-403. doi: 10.1108/03074351311306201
- Lewellen, S. (2009). *SPACs as an asset class* (working paper). Yale University, Connecticut.
- O'Connor, C.M. (2006). Increased competition tightens spac structures. *Investment Dealer's Digest*, 72(5), 7-8.
- Paris, I. (2016). *SPACs on the prowl in 2016*. En ligne sur le site web de Dealogic
<http://www.dealogic.com/insights/spacs-prowl-2016/>
- Proskauer. (2016). *2016 IPO study*. En ligne
<http://www.dealogic.com/insights/spacs-prowl-2016/>

- Ritter, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offering. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2013). Exit, voice, and reputation : the evolution of SPACs. *Delaware Journal of Corporate Law*, 37, 849-927.
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2014). What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 29, 111-121. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.07.003
- Schilder, S., & Killourhy, M. (2016). *The resurgence of Special Purpose Acquisition Companies*. En ligne sur le site de Ogier <https://www.ogier.com/publications/the-resurgence-of-special-purpose-acquisition-companies>
- Securities and Exchange Commission. (2014). *Blank check company*. En ligne <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blankcheckhtm.html>, consulté le 3 mai 2017.
- Securities and Exchange Commission. (2005). Use of dorm S-8, form 8-k, and form 20-F by shell companies. En ligne <https://www.sec.gov/rules/final/33-8587.pdf>
- Sjostrom, W.K. (2008). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2, 743-759.
- SPAC Analytics. (2017). *Home*. En ligne <http://www.spacanalytics.com>, consulté le 3 mai 2017.
- Tran, A. (2010). *Blank check acquisitions* (working paper)
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2011). *Form 10-Q*. En ligne <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform10qhtm.html>, consulté le 5 juillet 2017.

Vander Eynde, J., & Dewaide, X. (2007). *Fusion, scission et opérations assimilées de sociétés anonymes belges dans le code des sociétés : état des lieux*. Bruxelles : Hérisson S.A.

ANNEXES

Annexe 1. Base de données

Ticker	Entreprise			Chronologie		
	Acquéreur (SPAC)	Ancien nom SPAC	Entreprise cible	Annonce	Vote	Fusion
NXEO US	Nexeo Solutions Inc.	WL Ross Holding Corp.	Nexeo Solutions LLC	21/03/16	8/06/16	9/06/16
STGG US	STG Group Inc.	Global Defense & National Secu	STG Inc	9/06/15	23/11/15	23/11/15
AGFS US	AgroFresh Solutions inc.	boulevard Acquisition Corp.	AgroFresh Inc.	30/04/15	29/07/15	31/07/15
LIND US	Lindblad Expeditions Holdings Inc.	Capitol Acquisition Corp II	Lindblad Expeditions Inc	10/03/15	8/07/15	8/07/15
TACO US	Del Taco Restaurants Inc.	Levy Acquisition Corp.	Del Taco Holdings Inc	12/03/15	30/06/15	30/06/15
NOMD US	Nomad Foods Ltd	Nomad Holdings Ltd	Nomad Foods Europe Holdings Ltd	20/04/15	n/a	1/06/15
BLBD US	Blue Bird Corp.	Hennessy Capital Acquisition C	School Bus Holdings Inc.	22/09/14	24/02/15	24/02/15
PANL US	Pangaea Logistics Solutions Ltd	Quartet Merger Corp.	Pangaea Logistics Solutions Ltd/Old	30/04/14	29/09/14	2/10/14
ZAIS US	Zais Group Holdings Inc.	HF2 Financial Management Inc.	Zais Group Parent LLC	17/09/14	n/a	17/09/14
JASN US	Jason Industries Inc	Quinpario Acquisition Corp.	Jason Incs	17/03/14	30/06/14	30/06/14
GLRI US	Glori Energy Inc	Infinity Cross Border Acquisition	Glori Energy Inc/Old	8/01/14	8/01/14	17/03/14
AXPLF US	Arabella Exploration Inc.	Lone Oak Acquisition Corp	Arabella Exploration LLC	24/10/13	n/a	24/12/13
PACQF US	Prime Acquisition Corp.		Ten Properties/Italy	11/07/13	n/a	30/09/13
TGLS US	Tecnoglass inc.	Andina Acquisition Corp.	Technoglass SA + CI Energia Solar Sa	17/08/13	20/12/13	20/12/13
SAEX US	SAExploration Holdings Inc	Trio Merger Corp	SAExploration Holdings In/Canada	11/12/12	21/06/13	24/06/13
RMGN US	RMG Networks Holding Corp.	SCG Financial Acquisition Corp.	Symon Communications Inc.	14/12/12	n/a	19/04/13

Ticker	Entreprise			Chronologie		
	Acquéreur (SPAC)	Ancien nom SPAC	Entreprise cible	Annonce	Vote	Fusion
IRIG US	Integrated Drilling Equipment Holdings Corp.	Empeiria Acquisition Corp	Integrated Drilling Equipment Co.	19/10/12	n/a	7/01/13
JTPY US	JetPay Corp	Universal Business Payment Sol	JetPay HR & Payroll Services Inc. + Payroll Taks Filing Services Inc.	9/07/12	12/12/12	31/12/12
RLJE US	RLJ Entertainment Inc.	RLJ Acquisition Inc.	Image Entertainment Inc. + Acorn Media Group Inc.	2/04/12	4/10/12	4/10/12
CRMBQ US	Crumbs Bake Shop Inc	57th Street General Acquisition	Crumbs Holdings LLC	10/01/11	n/a	5/05/11
PLTYF US	Plastec Technologies Ltd	GSME Acquisition Partners I	Plastec Internation Holdings Ltd	9/08/10	10/12/10	16/12/10
NNA US	Navios Maritime Acquisition Corp.		Seven VLCC tankers	19/07/10	n/a	10/09/10
BWOWF US	Wowjoint Holdings Ltd	China Fundamental Acquisition	Beijing Wowjoint Machinery Co. Ltd.	30/11/09	12/02/10	23/02/10
LINU US	LiNiu Technology Group		Asia Gaming & Resort Ltd	13/10/09	2/02/10	3/02/10
DJSP US	DJSP Entreprises Inc.	Chardan 2008 China Acquisition	DAL Group LLC	14/12/09	11/01/10	11/01/10

Annexe 2. Données détaillées sur les transactions étudiées

2.a. Chronologie et données sur la transaction

Ticker	Chronologie				Transaction				
	# jour IPO- Annonce	# Jour Annonce- Vote	# jour Vote- Fusion	# jours totale	Type de paiement	Durée (jours)	Valeur transaction (\$M)	Cap. Boursière (\$M)	Taille relative
NXEO US	655	79	1	735	Cash & Stock	80	1.656,54	656,5781	2,52
STGG US	594	167	0	761	Cash & Stock	167	n/a	101,7363	n/a
AGFS US	441	90	2	533	Cash & Stock	92	809,47	319,4494	2,5340
LIND US	670	120	0	790	Cash & Stock	120	331,63	248,7500	1,3332
TACO US	484	110	0	594	Cash	110	n/a	192,3750	n/a
NOMD US	375	n/a	n/a	n/a	Cash	42	2.794,74	703,6125	3,9720
BLBD US	249	155	0	404	Cash & Stock	155	490,93	142,3008	3,4499
PANL US	183	152	3	338	Cash & Stock	155	299,42	125,1824	2,3919
ZAIS US	544	n/a	n/a	n/a	Cash	0	78,20	244,4147	0,3199
JASN US	220	n/a	n/a	n/a	Cash	105	538,65	249,7746	2,1565
GLRI US	538	0	68	606	Stock	68	n/a	57,2125	n/a
AXPLF US	951	n/a	n/a	n/a	Stock	61	25,78	36,7727	0,7011
PACQF US	840	n/a	n/a	n/a	Cash	81	68,20	49,9294	1,3659
TGLS US	519	n/a	n/a	n/a	Stock	125	241,93	52,7625	4,5853
SAEX US	539	192	3	734	Cash & Stock	195	89,20	77,7142	1,1478
RMGN US	612	n/a	n/a	n/a	Cash	126	45,00	94,1904	0,4778
IRIG US	492	n/a	n/a	n/a	Cash & Stock	80	87,50	85,8816	1,0188
JTPY US	427	n/a	n/a	n/a	Cash & Stock	175	339,66	86,4194	3,9304
RLJE US	412	185	0	597	Cash & Stock	185	158,67	177,7114	0,8929
CRMBQ US	235	n/a	n/a	n/a	Cash & Stock	350	66,00	60,5047	1,0908
PLTYF US	269	123	6	398	Stock	129	74,75	48,5760	1,5388
NNA US	754	n/a	n/a	n/a	Cash	53	587,00	193,8613	3,0279
BWOWF US	564	74	11	649	Stock	85	47,32	41,3919	1,1432
LINU US	428	112	1	541	Stock	113	60,64	39,2610	1,5445
DJSP US	490	28	0	518	Cash	28	64,50	74,6169	0,8644

2.b. *Données sur l'IPO et le compte escrow*

Ticker	IPO					Compte escrow				
	IPO	# units (M)	Prix/units (\$)	Gross Proceeds (\$M)	Bourse principale	Montant brut (IPO)	Montant brut (Private) (\$M)	Montant brut (Tot)	Fonds trust	% retenu sur le compte escrow
NXEO US	5/06/14	50,025	10,00	500,25	Nasdaq	500.250.000	11.200.000	511.450.000	500.250.000	97,81%
STGG US	23/10/13	6,00	10,00	69,00	OTC US	69.000.000	7.215.000	76.215.000	72.795.000	95,51%
AGFS US	13/02/14	21,00	10,00	210,00	Nasdaq	210.000.000	9.950.000	219.950.000	210.000.000	95,48%
LIND US	9/05/13	20,00	10,00	200,00	Nasdaq	200.000.000	5.600.000	205.600.000	200.000.000	97,28%
TACO US	13/11/13	15,00	10,00	150,00	Nasdaq	150.000.000	4.750.000	154.750.000	150.000.000	96,93%
NOMD US	10/04/14	48,50	10,00	485,00	New York	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BLBD US	16/01/14	11,50	10,00	115,00	Nasdaq	115.000.000	6.062.500	121.062.500	115.000.000	94,99%
PANL US	29/10/13	8,40	10,00	84,00	Nasdaq	84.000.000	5.425.000	89.425.000	85.645.000	95,77%
ZAIS US	22/03/13	15,30	10,00	153,00	Nasdaq	153.000.000	14.148.700	167.148.700	160.650.000	96,11%
JASN US	9/08/13	17,25	10,00	172,50	Nasdaq	172.500.000	11.500.000	184.000.000	177.075.000	96,24%
GLRI US	19/07/12	5,00	8,00	40,00	OTC US	40.000.000	n/a	40.000.000	40.000.000	100,00%
AXPLF US	18/03/11	4,00	8,00	32,00	OTC US	32.000.000	2.310.000	34.310.000	32.640.000	95,13%
PACQF US	24/03/11	3,60	10,00	36,00	OTC US	36.000.000	1.638.800	37.638.800	36.088.000	95,88%
TGLS US	16/03/12	4,00	10,00	40,00	Nasdaq	40.000.000	2.900.000	42.900.000	40.800.000	95,10%
SAEX US	21/06/11	6,00	10,00	60,00	Nasdaq	60.000.000	3.550.000	63.550.000	60.600.000	95,36%
RMGN US	12/04/11	8,00	10,00	80,00	Nasdaq	80.000.000	3.000.000	83.000.000	80.000.000	96,39%
IRIG US	15/06/11	6,00	10,00	60,00	OTC US	60.000.000	3.900.000	63.900.000	61.200.000	95,77%
JTPY US	9/05/11	12,00	6,00	72,00	Nasdaq	72.000.000	3.480.000	75.480.000	72.720.000	96,34%
RLJE US	15/02/11	14,375	10,00	143,75	Nasdaq	143.750.000	5.000.000	148.750.000	143.031.250	96,16%
CRMBQ US	20/05/10	5,00	10,00	50,00	OTC US	50.000.000	1.850.000	51.850.000	50.000.000	96,43%
PLTYF US	13/11/09	3,60	10,00	36,00	OTC US	36.000.000	1.800.000	37.800.000	36.000.000	95,24%
NNA US	25/06/08	25,30	10,00	253,00	New York	253.000.000	7.600.000	260.600.000	250.770.000	96,23%
BWOWF US	15/05/08	3,75	8,00	30,00	OTC US	30.000.000	1.750.000	31.750.000	30.000.000	94,49%
LINU US	11/08/08	4,80	6,00	28,80	Nasdaq	28.800.000	1.660.000	30.460.000	28.606.000	93,91%
DJSP US	11/08/08	6,875	8,00	55,00	OTC US	55.000.000	1000000	56.000.000	54.300.000	96,96%

Annexe 3. Code relatif à l'étude d'événement sur l'annonce d'une potentielle F&A

Ce code a été implémenté pour chaque entreprise de l'échantillon. Celui ci-dessous a été utilisé pour récolter les données de l'entreprise STG Group Inc.

```
#-----
# PACKAGES
#-----
library(zoo)
library(tseries)

#-----
# IMPORT DATA - ESTIMATION WINDOW
#-----

#### Stock ####
stock_estimation_window <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2014-12-21", end="2015-05-20",
                                          quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                          compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

#View(stock_estimation_window)
nrow(stock_estimation_window)

#### Market index ####
index_estimation_window <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2014-12-21", end="2015-05-20",
                                          quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                          compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

#View(index_estimation_window)
nrow(index_estimation_window)

#### Prices ####
prices_estimation_window <- merge(stock_estimation_window, index_estimation_window)
colnames(prices_estimation_window) <- c("Stock", "Index")
prices_estimation_window

#### Return: Estimation window ####
# n <- nrow(prices_estimation_window)
# return_estimation_window <- diff(prices_estimation_window)/prices_estimation_window[1:n-1]
return_estimation_window <- diff(log(prices_estimation_window))
return_estimation_window <- na.omit(return_estimation_window)
return_estimation_window
```

```

#-----
# ESTIMATION OF THE PARAMTERS
#-----
ols <- lm(return_estimation_window$Stock~return_estimation_window$Index)
summary(ols)
alpha <- 0
beta <- 0.0211762

#-----
# IMPORT DATA - EVENT WINDOW ST
#-----

#### Stock ####
stock_event_window_st <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-06-08", end="2015-06-12",
                                         quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                         compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_event_window_st)
# nrow=4

#### Index ####
index_event_window_st <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-06-08", end="2015-06-12",
                                         quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                         compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(index_event_window_st)
# nrow=4

#### Prices ####
prices_event_window_st <- merge(stock_event_window_st, index_event_window_st)
colnames(prices_event_window_st) <- c("Stock", "Index")
prices_event_window_st

#-----
# RETURN - EVENT WINDOW ST
#-----

```

```

#### Real return ####
real.return.st <- diff(log(prices_event_window_st))
index(real.return.st) <- -1:1
real.return.st

#### Expected return ####
e.return.st <- c(alpha + beta*real.return.st$Index[1:3])
index(e.return.st) <- -1:1
e.return.st

#-----
# ABNORMAL RETURN ST
#-----
ar.st <- (real.return.st$Stock - e.return.st)
index(ar.st) <- -1:1
ar.st

#-----
# CUMULATIVE ABNORMAL RETURN ST
#-----
cam.st <- cumsum(ar.st)
cam.st

#-----
# RESULTS ST
#-----
result.st <- merge(real.return.st$Index[1:3], real.return.st$Stock[1:3], e.return.st, ar.st, cam.st)
colnames(result.st) <- c("Real return-Index", "Real return-Stock", "Expected-return", "Abnormal return",
"Cumulative abnormal return")
result.st

#-----
# SIGNIFICANCE TEST ST
#-----

```

```

t.test(ar.st, mu=0)
t.test(cam.st, mu=0)

#-----
# IMPORT DATA - EVENT WINDOW LT
#-----

#### Stock ####
stock_event_window_lt <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-06-02", end="2015-06-18",
                                       quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                       compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_event_window_lt)
# nrow=12

#### Index ####
index_event_window_lt <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-06-02", end="2015-06-18",
                                       quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                                       compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(index_event_window_lt)
# nrow=12

#### Prices ####
prices_event_window_lt <- merge(stock_event_window_lt, index_event_window_lt)
colnames(prices_event_window_lt) <- c("Stock", "Index")
prices_event_window_lt

#-----
# RETURN - EVENT WINDOW LT
#-----

#### Real return ####
real.return.lt <- diff(log(prices_event_window_lt))
index(real.return.lt) <- -5:5
real.return.lt

```

```

#### Expected return ####
e.return.lt <- c(alpha + beta*real.return.lt$Index[1:11])
index(e.return.lt) <- -5:5
e.return.lt

#-----
# ABNORMAL RETURN LT
#-----
ar.lt <- (real.return.lt$Stock - e.return.lt)
index(ar.lt) <- -5:5
ar.lt

#-----
# CUMULATIVE ABNORMAL RETURN LT
#-----
cam.lt <- cumsum(ar.lt)
cam.lt

#-----
# RESULTS LT
#-----
result.lt <- merge(real.return.lt$Index[1:11], real.return.lt$Stock[1:11], e.return.lt, ar.lt, cam.lt)
colnames(result.lt) <- c("Real return-Index", "Real return-Stock", "Expected-return", "Abnormal return",
"Cumulative abnormal return")
result.lt

#-----
# SIGNIFICANCE TEST LT
#-----
t.test(ar.lt, mu=0)
t.test(cam.lt, mu=0)

```

```
# -----  
# IMPORT DATA RESULT FROM EXCEL FILE  
# -----  
  
library(readr)  
bdd <- read_csv("~/Desktop/SPACs/Partie pratique/Base_de_données.csv", sep=";", dec=",", header=TRUE)  
# View(bdd)  
  
df <- data.frame(bdd)  
View(df)  
  
# -----  
# STATISTIQUES  
# -----  
  
mean <- apply(df, 2, mean)  
var <- apply(df, 2, var)  
mean  
var  
  
# -----  
# SIGNIFICANCE TEST  
# -----  
  
t.test <- apply(df, 2, t.test)  
t.test
```

Annexe 4. Code relatif à l'étude d'événement sur l'accomplissement de l'opération de F&A

Ce code a été implémenté pour chaque entreprise de l'échantillon. Celui ci-dessous a été utilisé pour récolter les données de l'entreprise STG Group Inc.

```
#-----
# PACKAGES
#-----
library(zoo)
library(tseries)

#-----
# 3 MONTHS
#-----

#### Import data ####
stock_st <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-11-23", end="2016-02-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

index_st <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-11-23", end="2016-02-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_st)
nrow(index_st)

prices_st <- merge(stock_st, index_st)
colnames(prices_st) <- c("Stock", "Index")
# prices_st

#### Simple return ####
return_stock_st <- diff(prices_st$Stock)/lag(prices_st$Stock, k=-1)
return_index_st <- diff(prices_st$Index)/lag(prices_st$Index, k=-1)
return_st <- merge(return_stock_st, return_index_st)
colnames(return_st) <- c("Stock", "Index")
# return_st

### Buy and hold abnormal return ###

bhar.st <- ((prod(1+return_st$Stock))-1) - ((prod(1+return_st$Index))-1)
```

```

bhar.st

#-----
# IMPORT DATA - 6 MONTHS
#-----

#### Stock ####
stock_mt <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-11-23", end="2016-05-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

#### Index ####
index_mt <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-11-23", end="2016-05-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_mt)
nrow(index_mt)

prices_mt <- merge(stock_mt, index_mt)
colnames(prices_mt) <- c("Stock", "Index")
# prices_mt

#### Simple return ####
return_stock_mt <- diff(prices_mt$Stock)/lag(prices_mt$Stock, k=-1)
return_index_mt <- diff(prices_mt$Index)/lag(prices_mt$Index, k=-1)
return_mt <- merge(return_stock_mt, return_index_mt)
colnames(return_mt) <- c("Stock", "Index")
# return_mt

### Buy and hold abnormal return ###

bhar_mt <- ((prod(1+return_mt$Stock))-1) - ((prod(1+return_mt$Index))-1)
bhar_mt

```

```

#-----
# IMPORT DATA - 9 MONTHS
#-----

#### Stock ####
stock_mmt <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-11-23", end="2016-08-23",
                            quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                            compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

#### Index ####
index_mmt <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-11-23", end="2016-08-23",
                            quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                            compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_mmt)
nrow(index_mmt)

prices_mmt <- merge(stock_mmt, index_mmt)
colnames(prices_mmt) <- c("Stock", "Index")
# prices_mmt

#### Simple return ####
return_stock_mmt <- diff(prices_mmt$Stock)/lag(prices_mmt$Stock, k=-1)
return_index_mmt <- diff(prices_mmt$Index)/lag(prices_mmt$Index, k=-1)
return_mmt <- merge(return_stock_mmt, return_index_mmt)
colnames(return_mmt) <- c("Stock", "Index")
# return_mmt

### Buy and hold abnormal return ###

bhar_mmt <- ((prod(1+return_mmt$Stock))-1) - ((prod(1+return_mmt$Index))-1)
bhar_mmt

#-----
# IMPORT DATA - 12 MONTHS

```

```

#-----

#### Stock ####
stock_lt <- get.hist.quote(instrument="stgg", start="2015-11-23", end="2016-11-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

#### Index ####
index_lt <- get.hist.quote(instrument="^rut", start="2015-11-23", end="2016-11-23",
                           quote="AdjClose", provider="yahoo", origin="1970-01-01",
                           compression="d", retclass="zoo", quiet = TRUE)

nrow(stock_lt)
nrow(index_lt)

prices_lt <- merge(stock_lt, index_lt)
colnames(prices_lt) <- c("Stock", "Index")
# prices_lt

#### Simple return ####
return_stock_lt <- diff(prices_lt$Stock)/lag(prices_lt$Stock, k=-1)
return_index_lt <- diff(prices_lt$Index)/lag(prices_lt$Index, k=-1)
return_lt <- merge(return_stock_lt, return_index_lt)
colnames(return_lt) <- c("Stock", "Index")
# return_lt

### Buy and hold abnormal return ###

bhar.lt <- ((prod(1+return_lt$Stock))-1) - ((prod(1+return_lt$Index))-1)
bhar.lt

```

Annexe 5. Données relatives au comportement du prix des actions des SAVS

# Jour après Annonce	Good SPAC			Bad SPAC		
	Prix moyen	Trust/action moyen	Rapport	Prix moyen	Trust/action moyen	Rapport
0	10,56	8,41	125,63%	4,48	4,14	108,25%
1	10,66	8,41	126,78%	4,47	4,14	107,95%
2	10,49	8,41	124,81%	5,45	4,14	131,59%
3	10,72	8,41	127,49%	4,47	4,14	107,98%
4	10,69	8,41	127,16%	4,46	4,14	107,77%
5	10,67	8,41	126,95%	4,48	4,14	108,25%
6	10,66	8,41	126,85%	5,41	4,14	130,60%
7	10,66	8,41	126,85%	4,47	4,14	107,99%
8	10,46	8,41	124,48%	4,49	4,14	108,51%
9	10,66	8,41	126,85%	5,48	4,14	132,34%
10	10,72	8,41	127,49%	4,53	4,14	109,34%
11	10,76	8,41	128,03%	5,48	4,14	132,34%
12	10,85	8,41	129,07%	4,52	4,14	109,14%
13	10,87	8,41	129,30%	5,41	4,14	130,60%
14	10,88	8,41	129,46%	5,41	4,14	130,60%
15	10,91	8,41	129,82%	5,40	4,14	130,47%
16	11,06	8,41	131,62%	5,40	4,14	130,47%
17	11,07	8,41	131,73%	4,49	4,14	108,51%
18	11,00	8,41	130,85%	5,41	4,14	130,72%
19	11,01	8,41	131,04%	5,40	4,14	130,47%
20	11,02	8,41	131,11%	4,47	4,14	107,84%
21	11,04	8,41	131,34%	5,36	4,14	129,48%
22	11,02	8,41	131,08%	4,46	4,14	107,68%
23	11,03	8,41	131,26%	4,45	4,14	107,51%
24	11,04	8,41	131,31%	5,39	4,14	130,22%
25	11,03	8,41	131,21%	5,42	4,14	130,84%
26	11,03	8,41	131,17%	4,49	4,14	108,42%
27	11,03	8,41	131,23%	5,45	4,14	131,59%
28	10,83	8,41	128,83%	4,49	4,14	108,42%
29	11,07	8,41	131,67%	5,45	4,14	131,47%
30	11,05	8,41	131,46%	5,45	4,14	131,47%
31	11,02	8,41	131,16%	5,45	4,14	131,47%
32	10,78	8,41	128,29%	5,43	4,14	131,07%
33	10,78	8,41	128,31%	5,45	4,14	131,59%
34	10,98	8,41	130,63%	4,51	4,14	108,80%
35	10,76	8,41	128,00%	5,46	4,14	131,71%
36	11,09	8,41	131,98%	4,47	4,14	108,00%
37	11,08	8,41	131,83%	5,46	4,14	131,71%
38	10,79	8,41	128,38%	4,49	4,14	108,37%
39	11,07	8,41	131,64%	5,46	4,14	131,71%
40	11,11	8,41	132,13%	5,46	4,14	131,71%

# Jour avant le vote	Good SPAC			Bad SPAC		
	Prix moyen	Trust/action moyen	Rapport	Prix moyen	Trust/action moyen	Rapport
-40	10,69	8,41	127,16%	5,40	4,34	124,61%
-39	10,96	8,41	130,45%	5,40	4,34	124,61%
-38	10,94	8,41	130,20%	5,41	4,34	124,85%
-37	11,44	8,41	136,06%	5,41	4,34	124,85%
-36	10,96	8,41	130,42%	5,41	4,34	124,85%
-35	10,99	8,41	130,75%	4,48	4,34	103,33%
-34	11,03	8,41	131,17%	5,38	4,34	124,13%
-33	11,50	8,41	136,80%	4,50	4,34	103,87%
-32	11,52	8,41	137,07%	4,52	4,34	104,30%
-31	11,11	8,41	132,22%	5,50	4,34	126,86%
-30	11,64	8,41	138,53%	4,62	4,34	106,52%
-29	11,58	8,41	137,75%	5,39	4,34	124,25%
-28	11,05	8,41	131,49%	5,39	4,34	124,25%
-27	10,77	8,41	128,16%	5,39	4,34	124,37%
-26	11,08	8,41	131,79%	4,50	4,34	103,84%
-25	11,06	8,41	131,55%	5,39	4,34	124,25%
-24	11,20	8,41	133,27%	5,43	4,34	125,23%
-23	11,58	8,41	137,82%	4,54	4,34	104,68%
-22	11,54	8,41	137,27%	5,43	4,34	125,20%
-21	11,02	8,41	131,13%	4,56	4,34	105,20%
-20	11,14	8,41	132,49%	5,52	4,34	127,34%
-19	10,85	8,41	129,03%	4,71	4,34	108,71%
-18	11,14	8,41	132,50%	4,62	4,34	106,56%
-17	11,17	8,41	132,92%	4,37	4,34	100,84%
-16	11,18	8,41	132,98%	4,28	4,34	98,73%
-15	11,14	8,41	132,54%	4,55	4,34	104,86%
-14	11,16	8,41	132,77%	5,25	5,58	94,12%
-13	11,12	8,41	132,30%	5,45	5,58	97,72%
-12	11,15	8,41	132,70%	4,58	5,58	82,12%
-11	11,58	8,41	137,77%	5,60	5,58	100,39%
-10	11,12	8,41	132,26%	4,66	5,58	83,54%
-9	11,06	8,41	131,60%	5,14	5,58	92,12%
-8	11,09	8,41	131,95%	5,05	5,58	90,54%
-7	11,13	8,41	132,37%	4,75	5,58	85,14%
-6	11,44	8,41	136,05%	5,73	5,58	102,70%
-5	10,73	8,41	127,61%	5,47	5,58	98,09%
-4	10,99	8,41	130,71%	5,47	5,58	98,09%
-3	10,80	8,41	128,52%	5,38	5,58	96,38%
-2	10,70	8,41	127,29%	5,40	5,58	96,89%
-1	10,72	8,41	127,58%	4,62	5,58	82,82%
0	10,65	8,41	126,72%	4,62	5,58	82,82%

Annexe 6. Données relatives à l'étude d'événement sur l'annonce pour chaque SAVS

		FENETRE D'EVENEMENT - ST			FENETRE D'EVENEMENT - LT											
		-1	0	1	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
NXEOU US																
Rendement réel - Indice		-0,00281	-0,00113	-0,01992		-0,01635	0,00733	0,01546	0,00950	-0,00281	-0,00113	-0,01992	0,00356	0,00064	0,02636	0,00123
Rendement réel - SAVS		0,00698	-0,00299	0,00000		-0,00180	0,00000	0,00200	-0,00100	0,00698	-0,00299	0,00000	0,00100	0,00000	-0,00199	0,00299
Rendement attendu - SAVS		-0,00013	-0,00005	-0,00091		-0,00075	0,00033	0,00071	0,00043	-0,00013	-0,00005	-0,00091	0,00016	0,00003	0,00120	0,00006
Rendement anormal		0,00711	-0,00294	0,00091		-0,00106	-0,00033	0,00130	-0,00143	0,00711	-0,00294	0,00091	0,00083	-0,00003	-0,00320	0,00293
Rendement anormal cumulé	**	0,00711	0,00418	0,00509	**	-0,00106	-0,00139	-0,00009	-0,00153	0,00558	0,00265	0,00356	0,00439	0,00436	0,00116	0,00410
STGG US																
Rendement réel - Indice		-0,00323	0,01373	0,00157		0,01016	-0,01056	0,00774	-0,00581	-0,00323	0,01373	0,00157	-0,00308	-0,00315	0,00671	-0,00095
Rendement réel - SAVS		0,00855	-0,00095	0,00284		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00855	-0,00095	0,00284	-0,00473	-0,00095	0,00000	-0,00190
Rendement attendu - SAVS		-0,00007	0,00029	0,00003		0,00022	-0,00022	0,00016	-0,00012	-0,00007	0,00029	0,00003	-0,00007	-0,00007	0,00014	-0,00002
Rendement anormal		0,00862	-0,00124	0,00280		-0,00022	0,00022	-0,00016	0,00012	0,00862	-0,00124	0,00280	-0,00467	-0,00088	-0,00014	-0,00188
Rendement anormal cumulé	***	0,00862	0,00738	0,01019	***	-0,00022	0,00001	-0,00016	-0,00003	0,00859	0,00735	0,01015	0,00549	0,00460	0,00446	0,00258
AGFS US																
Rendement réel -Indice		-0,02174	0,00652	0,00415		-0,00315	-0,01178	0,00530	-0,00990	-0,02174	0,00652	0,00415	-0,01454	0,00324	0,00506	0,00763
Rendement réel - SAVS		0,13761	0,03143	-0,00755		0,00199	0,00000	0,00596	0,00000	0,13761	0,03143	-0,00755	-0,02043	-0,02437	-0,01778	0,00893
Rendement attendu - SAVS		-0,00160	0,00048	0,00031		-0,00023	-0,00087	0,00039	-0,00073	-0,00160	0,00048	0,00031	-0,00107	0,00024	0,00037	0,00056
Rendement anormal		0,13920	0,03095	-0,00786		0,00223	0,00087	0,00557	0,00073	0,13920	0,03095	-0,00786	-0,01936	-0,02461	-0,01815	0,00837
Rendement anormal cumulé	***	0,13920	0,17015	0,16229	***	0,00223	0,00309	0,00866	0,00939	0,14859	0,17954	0,17168	0,15232	0,12771	0,10956	0,11793
LIND US																
Rendement réel -Indice		-0,01243	0,00603	0,01701		-0,00327	0,00290	-0,01370	0,00497	-0,01243	0,00603	0,01701	-0,00365	0,00618	0,00197	0,00795
Rendement réel - SAVS		0,00807	0,00501	0,00000		0,00000	0,00000	-0,00807	0,00000	0,00807	0,00501	0,00000	-0,00100	-0,00602	0,00702	-0,00200
Rendement attendu - SAVS		-0,00027	0,00013	0,00037		-0,00007	0,00006	-0,00030	0,00011	-0,00027	0,00013	0,00037	-0,00008	0,00014	0,00004	0,00017
Rendement anormal		0,00835	0,00488	-0,00037		0,00007	-0,00006	-0,00777	-0,00011	0,00835	0,00488	-0,00037	-0,00092	-0,00616	0,00698	-0,00218
Rendement anormal cumulé	**	0,00835	0,01323	0,01285		0,00007	0,00001	-0,00776	-0,00787	0,00047	0,00535	0,00498	0,00406	-0,00210	0,00488	0,00270
TACO US																
Rendement réel -Indice		0,01701	-0,00365	0,00618		-0,01370	0,00497	-0,01243	0,00603	0,01701	-0,00365	0,00618	0,00197	0,00795	0,00217	0,00913
Rendement réel - SAVS		0,03068	0,03637	0,04052		0,00000	-0,00501	0,00000	0,00000	0,03068	0,03637	0,04052	0,01077	-0,00179	-0,01170	-0,00091
Rendement attendu - SAVS		0,00064	-0,00014	0,00023		-0,00051	0,00019	-0,00046	0,00023	0,00064	-0,00014	0,00023	0,00007	0,00030	0,00008	0,00034
Rendement anormal	***	0,03004	0,03650	0,04029		0,00051	-0,00520	0,00046	-0,00023	0,03004	0,03650	0,04029	0,01070	-0,00208	-0,01178	-0,00125
Rendement anormal cumulé	*	0,03004	0,06655	0,10684	***	0,00051	-0,00469	-0,00422	-0,00445	0,02560	0,06210	0,10239	0,11309	0,11101	0,09923	0,09798
NOMD US																
Rendement réel-Indice		0,01038	-0,00061	0,00105		-0,00019	0,00787	-0,00192	-0,01667	0,01038	-0,00061	0,00105	0,00478	-0,00315	-0,01178	0,00530
Rendement réel - SAVS		0,18508	0,12921	0,08701		0,00000	0,00000	0,00000	0,15886	0,18508	0,12921	0,08701	0,04082	-0,04639	0,00557	0,00000
Rendement attendu - SAVS		0,00027	-0,00002	0,00003		0,00000	0,00021	-0,00005	-0,00044	0,00027	-0,00002	0,00003	0,00012	-0,00008	-0,00031	0,00014
Rendement anormal	**	0,18481	0,12923	0,08698	*	0,00000	-0,00021	0,00005	0,15930	0,18481	0,12923	0,08698	0,04070	-0,04631	0,00588	-0,00014
Rendement anormal cumulé	**	0,18481	0,31404	0,40102	***	0,00000	-0,00020	-0,00015	0,15915	0,34396	0,47319	0,56017	0,60087	0,55456	0,56044	0,56030
BLBD US																
Rendement réel - Indice		-0,01543	-0,00947	0,00854		0,00387	-0,01881	-0,00533	0,00337	-0,01543	-0,00947	0,00854	-0,01614	0,00815	-0,00127	-0,01462
Rendement réel - SAVS		0,01722	0,00010	-0,00710		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,01722	0,00010	-0,00710	0,00000	0,00000	0,00507	-0,00813
Rendement attendu - SAVS		0,00146	0,00090	-0,00081		-0,00037	-0,00024	-0,00044	0,00102	0,00146	0,00090	-0,00081	0,00153	-0,00077	0,00012	0,00139
Rendement anormal		0,01576	-0,00080	-0,00629		0,00037	0,00024	0,00044	-0,00102	0,01576	-0,00080	-0,00629	-0,00153	0,00077	0,00495	-0,00952
Rendement anormal cumulé	**	0,01576	0,01496	0,00867	***	0,00037	0,00061	0,00105	0,00003	0,01579	0,01499	0,00871	0,00718	0,00795	0,01290	0,00339
PANL US																
Rendement réel -Indice		0,00537	-0,00079	0,00251		-0,00238	-0,01881	-0,00533	0,00337	0,00537	-0,00079	0,00251	-0,00222	-0,01637	0,00049	-0,01008
Rendement réel - SAVS		0,00000	0,01108	0,00300		0,00000	0,00000	0,00405	-0,00303	0,00000	0,01108	0,00300	0,00299	0,00199	0,00000	0,00099
Rendement attendu - SAVS		-0,00035	0,00005	-0,00016		0,00016	0,00122	0,00035	-0,00022	-0,00035	0,00005	-0,00016	0,00014	0,00107	-0,00003	0,00066
Rendement anormal		0,00035	0,01103	0,00316		-0,00016	-0,00122	0,00370	-0,00282	0,00035	0,01103	0,00316	0,00285	0,00092	0,00003	0,00034
Rendement anormal cumulé		0,00035	0,01138	0,01455	***	-0,00016	-0,00138	0,00232	-0,00049	-0,00014	0,01089	0,01405	0,01690	0,01782	0,01786	0,01819
ZAIS US																
Rendement réel - Indice		0,00253	0,00465	-0,01071		0,00629	-0,01006	-0,01221	0,00387	0,00253	0,00465	-0,01071	-0,01543	-0,00947	0,00854	-0,01614
Rendement réel - SAVS		0,00387	-0,00097	0,00097		0,00097	0,00000	0,00000	0,00000	0,00387	-0,00097	0,00097	0,00096	-0,00096	0,00096	-0,00096
Rendement attendu - SAVS		-0,00009	-0,00017	0,00039		-0,00023	0,00036	0,00044	-0,00014	-0,00009	-0,00017	0,00039	0,00056	0,00034	-0,00031	0,00058
Rendement anormal		0,00396	-0,00080	0,00058		0,00120	-0,00036	-0,00044	0,00014	0,00396	-0,00080	0,00058	0,00041	-0,00131	0,00127	-0,00155
Rendement anormal cumulé	***	0,00396	0,00316	0,00374	***	0,00120	0,00083	0,00039	0,00053	0,00449	0,00369	0,00427	0,00468	0,00337	0,00465	0,00310
JASN US																
Rendement réel - Indice		0,00576	0,01405	-0,00781		-0,01130	0,00363	-0,01236	0,00396	0,00576	0,01405	-0,00781	0,00276	-0,00438	-0,01307	-0,00015
Redenment réel - SAVS		0,01090	0,00687	0,00000		-0,00896	0,00200	0,00299	-0,00100	0,01090	0,00687	0,00000	0,00196	0,00000	0,00000	0,00000
Rendement attendu - SAVS		-0,00002	-0,00005	0,00003		0,00004	-0,00001	0,00004	-0,00001	-0,00002	-0,00005	0,00003	-0,00001	0,00002	0,00005	0,00000
Rendement anormal		0,01092	0,00692	-0,00003		-0,00900	0,00201	0,00294	-0,00098	0,01092	0,00692	-0,00003	0,00197	-0,00002	-0,00005	0,00000
Rendement anormal cumulé	**	0,01092	0,01784	0,01781	*	-0,00900	-0,00699	-0,00404	-0,00503	0,00589	0,01282	0,01279	0,01475	0,01474	0,01469	0,01469
GLRI US																
Rendement réel - Indice		-0,00015	0,00077	0,00532		-0,01117	0,00466	-0,00775	0,00909	-0,00015	0,00077	0,00532	-0,01422	0,01327	0,00678	0,00152
Rendement réel - SAVS		0,00504	-0,00252	0,00377		0,00379	0,00377	-0,00251	-0,00378	0,00504	-0,00252	0,00377	0,00000	-0,00251	0,00000	0,00000
Rendement attendu - SAVS		0,00000	0,00001	0,00010		-0,00020	0,00008	-0,00014	0,00016	0,00000	0,00001	0,00010	-0,00026	0,00024	0,00012	0,00003
Rendement anormal		0,00504	-0,00253	0,00367		0,00399	0,00369	-0,00237	-0,00395	0,00504	-0,00253	0,00367	0,00026	-0,00275	-0,00012	-0,00003
Rendement anormal cumulé		0,00504	0,00251	0,00619	*	0,00399	0,00767	0,00530	0,00136	0,00640	0,00387	0,00754	0,00780	0,00505	0,00492	0,00490

		FENETRE D'EVENEMENT - ST			FENETRE D'EVENEMENT - LT											
		-1	0	1		-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AXPLF US																
Rendement réel - Indice		0,00710	-0,00045	-0,00033		0,01128	-0,00206	0,00283	-0,00423	0,00710	-0,00045	-0,00033	0,00277	-0,01399	-0,00485	-0,00409
Rendement réel - SAVS		0,01250	-0,03283	-0,06634		-0,03827	-0,03122	-0,00857	-0,02239	0,01250	-0,03283	-0,06634	-0,00275	-0,03215	0,01130	-0,00281
Rendement attendu - SAVS		0,00091	-0,00006	-0,00004		0,00145	-0,00026	0,00036	-0,00054	0,00091	-0,00006	-0,00004	0,00036	-0,00180	-0,00062	-0,00053
Rendement anormal		0,01159	-0,03277	-0,06629	**	-0,03972	-0,03095	-0,00894	-0,02184	0,01159	-0,03277	-0,06629	-0,00310	-0,03035	0,01192	-0,00229
Rendement anormal cumulé		0,01159	-0,02119	-0,08748	***	-0,03972	-0,07067	-0,07960	-0,10145	-0,08986	-0,12264	-0,18893	-0,19203	-0,22238	-0,21046	-0,21275
TGLS US																
Rendement réel - Indice		NA	NA	0,01501		-0,00160	-0,00399	-0,01946	-0,00323	NA	NA	0,01501	-0,00682	0,01421	0,00197	0,00022
Rendement réel - SAVS		NA	NA	0,00000		-0,00100	0,00100	0,00000	0,00000	NA	NA	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Rendement attendu - SAVS		NA	NA	-0,00024		0,00003	0,00006	0,00031	0,00005	NA	NA	-0,00024	0,00011	-0,00023	-0,00003	0,00000
Rendement anormal		NA	NA	0,00024		-0,00102	0,00093	-0,00031	-0,00005	NA	NA	0,00024	-0,00011	0,00023	0,00003	0,00000
Rendement anormal cumulé		NA	NA	0,00024	**	-0,00102	-0,00009	-0,00040	-0,00045	NA	NA	-0,00021	-0,00032	-0,00009	-0,00006	-0,00006
SAEX US																
Rendement réel -Indice		0,01051	-0,00673	-0,00628		-0,00185	0,00145	0,00058	0,00484	0,01051	-0,00673	-0,00628	-0,00055	0,01356	0,01508	0,00024
Rendement réel - SAVS		0,00202	0,01004	0,00000		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000							
Rendement attendu - SAVS		-0,00065	0,00042	0,00039		0,00011	-0,00009	-0,00004	-0,00030	-0,00065	0,00042	0,00039	0,00003	-0,00084	-0,00093	-0,00001
Rendement anormal		0,00267	0,00963	-0,00039		-0,00011	0,00009	0,00004	0,00030	0,00267	0,00963	-0,00039	-0,00003	0,00084	0,00093	0,00001
Rendement anormal cumulé		0,00267	0,01229	0,01191	*	-0,00011	-0,00002	0,00001	0,00031	0,00298	0,01260	0,01222	0,01218	0,01302	0,01395	0,01396
RMGN US																
Rendement réel - Indice		-0,00055	0,01356	0,01508		0,00484	0,01051	-0,00673	-0,00628	-0,00055	0,01356	0,01508	0,00024	0,00541	-0,00538	-0,00376
Rendement réel - SAVS		0,00000	0,00000	0,00000		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00202	0,00000
Rendement attendu - SAVS		0,00001	-0,00028	-0,00032		-0,00010	-0,00022	0,00014	0,00013	0,00001	-0,00028	-0,00032	0,00000	-0,00011	0,00011	0,00008
Rendement anormal		-0,00001	0,00028	0,00032		0,00010	0,00022	-0,00014	-0,00013	-0,00001	0,00028	0,00032	0,00000	0,00011	0,00191	-0,00008
Rendement anormal cumulé		-0,00001	0,00027	0,00059	**	0,00010	0,00032	0,00018	0,00005	0,00004	0,00032	0,00064	0,00064	0,00076	0,00266	0,00259
JTPY US																
Rendement réel - Indice		-0,00290	-0,01204	-0,00367		0,01177	0,01297	-0,00130	-0,01267	-0,00290	-0,01204	-0,00367	-0,00334	0,01430	-0,00542	0,00350
Rendement réel - SAVS		0,00664	0,00660	-0,00992		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00664	0,00660	-0,00992	-0,00333	0,00000	0,00830	0,00000
Rendement attendu - SAVS		-0,00022	-0,00091	-0,00028		0,00089	0,00099	-0,00010	-0,00096	-0,00022	-0,00091	-0,00028	-0,00025	0,00109	-0,00041	0,00027
Rendement anormal		0,00687	0,00752	-0,00964		-0,00089	-0,00099	0,00010	0,00096	0,00687	0,00752	-0,00964	-0,00307	-0,00109	0,00871	-0,00027
Rendement anormal cumulé	*	0,00687	0,01438	0,00474	*	-0,00089	-0,00188	-0,00178	-0,00082	0,00605	0,01356	0,00392	0,00085	-0,00024	0,00847	0,00821
RLJE US																
Rendement réel - Indice		0,01236	-0,00696	-0,01742		-0,00729	-0,00661	-0,00268	-0,00231	0,01236	-0,00696	-0,01742	-0,00269	-0,01815	-0,02433	0,01574
Rendement réel - SAVS		0,01426	0,00000	0,00000		-0,00103	0,00000	0,00000	0,00000	0,01426	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Rendement attendu - SAVS		-0,00012	0,00007	0,00017		0,00007	0,00006	0,00003	0,00002	-0,00012	0,00007	0,00017	0,00003	0,00017	0,00023	-0,00015
Rendement anormal		0,01437	-0,00007	-0,00017		-0,00109	-0,00006	-0,00003	-0,00002	0,01437	-0,00007	-0,00017	-0,00003	-0,00017	-0,00023	0,00015
Rendement anormal cumulé	***	0,01437	0,01431	0,01414	***	-0,00109	-0,00116	-0,00118	-0,00120	0,01317	0,01310	0,01294	0,01291	0,01274	0,01251	0,01266
NNA US																
Rendement réel - Indice		0,00440	0,01804	-0,01876		0,03355	-0,00415	-0,00869	-0,03893	0,00440	0,01804	-0,01876	0,03660	0,02359	0,02215	-0,00460
Rendement réel - SAVS		0,05189	0,03211	0,02957		0,02349	-0,02010	-0,01020	-0,00514	0,05189	0,03211	0,02957	0,01673	0,02826	0,00439	-0,04021
Rendement attendu - SAVS		0,00007	0,00028	-0,00029		0,00053	-0,00007	-0,00014	-0,00061	0,00007	0,00028	-0,00029	0,00057	0,00037	0,00035	-0,00007
Rendement anormal	**	0,05183	0,03182	0,02987		0,02296	-0,02004	-0,01007	-0,00453	0,05183	0,03182	0,02987	0,01616	0,02788	0,00404	-0,04014
Rendement anormal cumulé	**	0,05183	0,08365	0,11352	***	0,02296	0,00293	-0,00714	-0,01167	0,04016	0,07198	0,10185	0,11800	0,14589	0,14993	0,10979
BWOWF US																
Rendement réel - Indice		0,00436	0,01620	0,01163		0,01718	-0,00376	-0,00066	-0,02562	0,00436	0,01620	0,01163	-0,01234	0,02352	0,00128	-0,00976
Rendement réel - SAVS		0,00386	0,00896	0,00000		0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00386	0,00896	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Rendement attendu - SAVS		0,00011	0,00039	0,00028		0,00042	-0,00009	-0,00002	-0,00062	0,00011	0,00039	0,00028	-0,00030	0,00057	0,00003	-0,00024
Rendement anormal		0,00376	0,00856	-0,00028		-0,00042	0,00009	0,00002	0,00062	0,00376	0,00856	-0,00028	0,00030	-0,00057	-0,00003	0,00024
Rendement anormal cumulé		0,00376	0,01232	0,01204	*	-0,00042	-0,00033	-0,00031	0,00031	0,00407	0,01263	0,01235	0,01265	0,01208	0,01205	0,01229

*** Significatif à un niveau de 1%

** Significatif à un niveau de 5%

* Significatif à un niveau de 10%

Annexe 7. Buy-and-hold abnormal return de chaque SAVS

Tickers	BHAR - 3 mois	BHAR - 6 mois	BHAR - 9 mois	BHAR - 12 mois
NXEO US	-0,1512873	-0,3021059	-0,2113408	-0,3062852
STGG US	-0,08841736	-0,0263371	-0,4951639	-0,8066184
AGFS US	-0,3488156	-0,3783736	-0,3937809	-0,4473709
LIND US	0,008156554	0,149862	0,008156554	-0,01794167
TACO US	0,000912236	-0,2224692	-0,2169264	-0,3130882
NOMD US	0,182158	-0,2698906	-0,3929271	-0,384113
BLBD US	0,3083765	0,2762379	0,1476634	0,07450471
PANL US	-0,5808044	-0,8505084	-0,7915365	-0,6688971
ZAIS US	0,01740979	-0,127524	0,03009134	-0,4528308
JASN US	0,06386397	-0,08674393	-0,3753327	-0,01771909
GLRI US	0,485943	0,163433	-0,54127	-0,7226292
AXPLF US	-0,1905002	-0,1135999	-0,2682723	-0,572693
TGLS US	0,008174879	0,1921894	0,1047155	-0,03629105
SAEX US	-0,1495987	-0,4193008	-0,2929612	-0,4290781
RMGN US	-0,1409717	-0,4837222	-0,8182329	-0,8366407
JTPY US	-0,3071287	-0,4915159	-0,5614233	-0,9158955
RLJE US	-0,4477247	-0,5413398	-0,5709819	-0,6581063
CRMBQ US	0,372266	-0,3405306	-0,5451271	-0,6280566
NNA US	-0,494318	-0,5872583	-0,6056697	-0,4842272
BWOWF US	-0,359836	-0,4329209	-0,6996521	-0,9264406
DJSP US	0,2727975	-0,2705045	-0,7477569	-1,174912

