

Par **Edith Ginglinger**, professeur à l'université Paris Dauphine, directrice du Cereg (Centre de recherche sur la gestion)

Le retour des fusions-acquisitions : bonne nouvelle ?

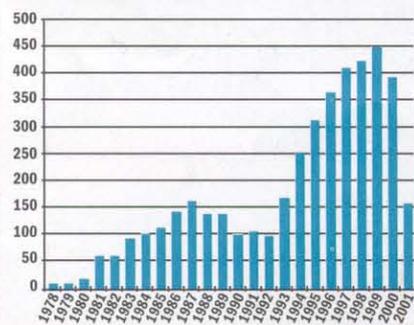
L'année 2005 est caractérisée par un retour des fusions-acquisitions aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, avec en particulier des opérations de grande taille. Les banques d'affaires se félicitent de cette recrudescence d'activité. Les actionnaires doivent-ils s'en réjouir également ?

Plusieurs faits méritent d'être examinés. D'une part, de très nombreuses études montrent que si les gains pour les actionnaires des cibles sont avérés par la prime qui leur est offerte, tout au moins lorsque le paiement est réalisé sous forme de cash, les actionnaires de l'acquéreur réalisent des gains plus incertains. Lorsque la cible est une société cotée, l'annonce d'une prise de contrôle s'accompagne d'une réaction négative des cours de l'initiateur, dont l'amplitude varie selon les études entre - 0,5 % et - 2 %.

L'une des explications de ce constat réside dans l'existence de vagues de fusions-acquisitions, qui coïncident en général avec des périodes de forte valorisation du marché. Le graphique ci-dessous, qui retrace le nombre d'opérations de fusions-acquisitions aux Etats-Unis entre 1978 et 2001, illustre ce phénomène d'agrégation des rapprochements d'entreprises. Le cycle d'acquisition de la fin des années 1990 a été particulièrement marqué.

Traditionnellement, les vagues de fusions-acquisitions étaient supposées

Les fusions-acquisitions d'entreprises cotées aux Etats-Unis



correspondre à des réactions à des chocs technologiques ou économiques pour un secteur donné. Plus récemment, les explications comportementales ont été privilégiées : les dirigeants profiteraient de la surévaluation de leur firme pour opportunément en acquérir d'autres. Ainsi, pendant les vagues de fusions, plus de 65 % des activités de fusions-acquisitions sont le fait du quintile des acquéreurs les plus surévalués. En présence de

De très nombreuses études montrent que les actionnaires de l'acquéreur réalisent des gains plus incertains que ceux de la cible.

surévaluation, les dirigeants - et les investisseurs - ont tendance à surestimer les synergies à attendre du rapprochement de deux entreprises. De surcroît, plus une entreprise est surévaluée, plus elle va proposer de payer ses acquisitions en actions plutôt qu'en cash. L'acquisition de Time Warner par AOL en 2000 en est un très bon exemple. Il en résulte une perte importante pour les actionnaires de l'acquéreur, comme l'illustre le graphique suivant, qui retrace, pour les Etats-Unis, la variation de la capitalisation boursière de l'initiateur à la date d'annonce de l'opération.

Le timing des observations peut également être mesuré par les performances boursières des acquéreurs avant et après l'opération. On observe que les rentabilités

des firmes initiatrices sont en moyenne de 35 % supérieures à celles du marché durant les deux années précédant l'acquisition, tandis qu'à l'inverse, durant les deux années après l'acquisition, leurs performances sont inférieures de 10 % à celles du marché. Quelle que soit la mesure utilisée, la survenance d'une opération de rapprochement n'apparaît donc pas comme une bonne nouvelle pour l'actionnaire de l'initiateur.

Une explication complémentaire des vagues de fusions-acquisitions est à relier à l'attitude des dirigeants. Ceux-ci peuvent avoir intérêt à rester indépendants, notamment parce que leur pouvoir et leur rémunération seront mieux garantis dans leur entreprise actuelle. Dans ce cas, ils peuvent être amenés, de façon défensive, à acquérir d'autres firmes, pour croître et éviter d'être eux-mêmes achetés. Mais en procédant de la sorte, ils vont encourager d'autres dirigeants à recourir également à des acquisitions pour se protéger, enclenchant ainsi un cycle de fusions-acquisitions défensives. Le risque, là encore, est que les acquisitions interviennent trop tôt, à un stade où tous les effets de synergie ne peuvent pas encore être dégagés... ce qui n'est pas non plus pour réjouir les actionnaires. ■

Perte subie par les actionnaires acquéreurs en milliards de dollars

