

# Les fusions ne sont pas destructrices de valeur

**Etude** Un article rédigé par un professeur du Swiss Finance Institute constate que la prime de risque d'un prédateur évolue

**Angélique Mounier-Kuhn**

Jusqu'à aujourd'hui, il était de bon ton dans les milieux financiers et académiques de considérer que les fusions et acquisitions étaient destructrices de valeur. Ne constate-t-on pas en effet que la performance boursière d'une société qui a procédé à une acquisition est généralement inférieure au rendement de son titre avant l'opération?

«Oui, empiriquement c'est vrai, les rendements changent. Mais leur baisse ne tient pas à la destruction de valeur, elle est le reflet d'un changement de risque. En fusionnant, une entreprise change de nature. Le rendement lié à son risque s'ajuste donc», explique Erwan Morellec, détenteur d'une chaire au Swiss Finance Institute et professeur à l'université de Lausanne.

Dans un article de recherche («Stock returns in Mergers and Acquisitions») cosigné par Dirk Harckbarth, professeur à l'université Washington de Saint Louis, le chercheur a élaboré un cadre d'étude qui balaie les idées reçues en mettant en lumière le lien entre la décision d'une entreprise et son rendement boursier. Ce document a été sélectionné pour une publication prochaine dans la très prestigieuse revue américaine *The Journal of fi-*

*nance*. Il appuie ses conclusions sur l'examen d'un échantillon de 1086 opérations de fusions réalisées aux États-Unis entre 1985 et 2002.

## Rendement boursier

Pour bien comprendre le raisonnement des deux chercheurs, il faut rappeler la définition du rendement boursier. Ce dernier se décompose en deux éléments: le taux sans risque et la prime de risque (le bêta), qui, dit différemment, mesure la sensibilité d'un titre au marché. Plus cette sensibilité est élevée, plus un titre est risqué et sa détention justifie d'être rémunérée par un rendement supérieur. Morellec et Harckbarth se sont donc penchés sur la façon dont les primes de risque des sociétés prédatrices évoluaient, avant, pendant et après un rachat.

Ils ont constaté qu'entre le moment où une société annonçait son intention de faire une acquisition et le moment où celle-ci se concrétisait, la prime de risque avait tendance à augmenter légèrement. C'est logique: une société qui se lance dans une transaction prend un risque. En revanche, dès que la transaction est conclue, le bêta baisse brutalement et reste durablement inférieur celui qui prévalait avant la transaction. Le reflux de la prime de risque, et donc de la renta-

bilité boursière de la société a une double explication. L'incertitude qui précède le rapprochement s'est dissipée. En outre, souligne Erwan Morellec, les entreprises à l'affût de synergies ont généralement pour stratégie d'acquiescer des actifs moins risqués que les leurs, et réduisent de ce fait leur risque financier.

## Evolution du risque

«Il n'y a donc pas destruction de richesse mais évolution du risque», conclut le professeur. Le bêta n'est pas une variable statique et une meilleure prise en compte de sa fluctuation permet dans bien des cas de mieux comprendre ce qui se cache derrière les rendements anormaux d'un titre. Le chercheur envisage d'ailleurs d'appliquer ce nouveau cadre d'analyse à d'autres événements affectant la vie des entreprises, comme une augmentation de capital ou l'émission de titres de dette. Cette dernière opération étant de nature à augmenter le risque financier d'une société, elle s'accompagnera d'une hausse du bêta. Erwan Morellec estime qu'en raffinant l'étude des primes de risque, son approche peut doter les investisseurs d'un nouvel outil d'appréciation pour adapter au mieux leurs placements à leurs profils de risques.