



DISCUSSION SUR L'ARTICLE « L'IMPACT DES OFFRES PUBLIQUES SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES : UNE ÉTUDE DES ANTICIPATIONS DES AGENTS SELON LE MOTIF DE L'ACQUISITION

DANIEL BAUDRU*

Le papier poursuit deux objectifs : vérifier si les opérations d'offres publiques, consistant en l'acquisition d'un bloc de contrôle par une société, contribuent à créer de la valeur et observer comment se répartissent les éventuels gains de valeur entre entreprises initiatrices et cibles sur le marché français. L'originalité du papier consiste en l'analyse de l'éventuelle création de valeur tant au niveau des rendements anormaux observables sur le marché financier que sur un plus long terme par une mesure de la baisse de l'inefficacité globale des organisations productives, à l'issue des opérations de prise de contrôle.

S'appuyant sur une méthodologie robuste, l'article démontre que les opérations de prise de contrôle créent de la valeur tant au niveau boursier qu'à un niveau économique à plus long terme (2 ans). Il montre aussi que la répartition des gains est asymétrique, puisque ces gains de valeur ne sont statistiquement significatifs qu'en ce qui concerne les entreprises cibles. Les résultats obtenus par la littérature anglo-saxonne sur le domaine sont ainsi confirmés.

Les résultats sont donc intéressants. Il apparaît que, quelles que soient les formes des structures de détention des firmes, les comportements des investisseurs sont similaires. Cette observation confirme ainsi l'hypothèse de similarité de comportement des investisseurs malgré l'existence de situations institutionnelles différentes.

Toutefois, si on élargit quelque peu le débat, plusieurs questions apparaissent, dont certaines abordées par l'article ne trouvent pas d'éléments de réponse, comme celles relatives aux notions de « valeur » ou « d'énigme de l'acheteur ».

* LEREPS - Université de Toulouse.

Si on admet que seules les entreprises cibles connaissent une croissance de leur valeur, peut-on supposer que la valeur créée, mesurée par une baisse de l'inefficacité productive, correspond à celle anticipée par le marché. Émettre une telle hypothèse implique que la notion de valeur employée dans les deux parties de l'étude est identique, mais parle-t-on ici de la même valeur ?

La valeur perçue par le marché, conformément au modèle financier, est celle qui peut être générée à rentabilité économique stable par une baisse du risque systématique des actifs, ou par une hausse de la rentabilité à risque systématique stable. La croissance de la valeur anticipée par le marché doit donc être comprise non pas comme une croissance de la rentabilité attendue, mais bien comme une amélioration du couple rentabilité-risque.

Dès lors si on reste dans le cadre méthodologique donné par la finance, pour déterminer s'il y a effectivement eu croissance de la valeur, il convient de vérifier qu'à long terme, on a assisté à une amélioration du couple rentabilité/risque. À tout le moins, à composition du passif inchangée, il faudrait pouvoir observer une croissance, voire une plus grande stabilité des *cash flow* générés par la firme cible après l'opération de prise de contrôle. Utiliser d'autres variables comme la valeur ajoutée permet certes, de postuler qu'il y a peut-être eu croissance de l'efficacité économique, mais absolument pas que « *le gain boursier associé à l'annonce d'une offre publique correspond bien à une création de valeur à long terme pour l'entreprise cible* ». En effet, soutenir cette proposition suppose que les gains en valeur de court terme et de long terme utilisés dans l'étude sont de même nature, hypothèse qui, au vu des méthodes employées, ne paraît pas justifiée.

Si on peut donc considérer qu'il existe un accroissement de l'efficacité globale de la société cible, il n'est pas possible de considérer que cette croissance de la valeur est équivalente à celle observée sur le marché financier. C'est sans nul doute dans cette différence entre les logiques de valeur que pourraient éventuellement se situer des éléments de réponse à l'énigme de l'acheteur telle qu'elle a été posée et qui n'a pas ici trouvé de réponse.

L'interrogation sur l'énigme de l'acheteur est relative au fait que la société initiatrice de l'opération ne bénéficie pas de phénomènes de création de valeur, tant sur le plan boursier que sur le plan de l'efficacité économique. Dans ces conditions, quelle peut donc être la justification de ces opérations ?

D'après l'étude proposée, le motif disciplinaire qui peut être invoqué ne paraît pas être explicatif. Malgré différentes options d'analyse, le texte ne propose pas de réponse. Une option d'analyse qui aurait pu être



ouverte consisterait à s'interroger si la prise en compte du couple rentabilité/risque ne permettrait pas d'accroître la portée des analyses.

Si on considère les opérations qui ont pour base une logique industrielle, on peut estimer que l'opération d'acquisition risque d'avoir pour effet une plus grande stabilité des flux de *cash* futurs de la firme cible. À structure financière stable, l'opération doit se traduire pour la société cible par un accroissement de sa valeur boursière. En revanche, l'impact est par définition nul sur la société initiatrice. Il ne se traduit donc pas par des rendements anormaux de court terme.

Toutefois, il serait utile, en reprenant l'évolution des couples rentabilités/risques, de noter si des sociétés ayant fusionné, été acquises, ou qui sont restées indépendantes ont connu des dynamiques de valorisation différentes. Si on pouvait alors observer une différence dans les trajectoires des couples rentabilités/risques de ces différentes catégories, on disposerait ainsi d'un moyen d'observation de l'intérêt éventuel pour l'entreprise initiatrice de procéder à des opérations d'acquisition.

Cette hypothèse de travail conduit alors à notre dernière remarque. S'il n'est pas de notre propos de contester les résultats obtenus par cette étude, il convient toutefois de noter qu'en excluant les analyses comparatives, la portée des conclusions auxquelles parvient le papier sont réduites. L'emploi de méthodes fondées sur des comparaisons de trajectoires utilisant une même définition de la valeur aurait pu ouvrir d'autres perspectives. Des investigations plus complètes sur la création éventuelle de valeur auraient ainsi pu être conduites.