

Existe-t-il un lien entre la prime de contrôle et le niveau d'endettement de la cible dans les opérations de fusions & acquisitions ?

Mathieu CLARO,

sous la direction de M. Pascal QUIRY

31 mai 2010

Résumé – Conclusion de l'étude

Notre travail part d'une intuition théorique forte : dans la mesure où le niveau d'une prime de contrôle devrait refléter principalement le niveau des synergies et que celles-ci sont générées par l'actif économique, on peut penser que plus la part de l'actif économique financée par la dette (qui ne bénéficie pas de la prime de contrôle) est forte et donc que plus la part des capitaux propres dans le financement de l'actif économique est faible, plus la prime de contrôle en pourcentage peut être élevée.

Deux pistes de réflexions doivent alors être explorées pour tenter de justifier théoriquement une telle relation. Le lien éventuel entre les deux variables pourrait en effet être *direct* – c'est-à-dire que la combinaison de deux structures de financement serait en soit un facteur de création de valeur pour les actionnaires justifiant le paiement de la prime – ou bien *indirect* – le niveau de la dette de la société cible jouant un rôle mécanique dans la répartition de la valeur nouvelle créée par la fusion entre parties prenantes. La première hypothèse renvoie à des débats théoriques vifs concernant l'existence de synergies purement financières réalisables lors d'opérations de fusions & acquisitions, débats qui ont nourri une littérature académique abondante et contradictoire, notamment dans les années 1970-1980, car cette idée est clairement en opposition avec le principe d'indépendance de la structure de financement sur la valeur d'entreprise formulé par le théorème fondamental de **Modigliani - Miller** (1958 et 1963).

L'objet de notre étude est de vérifier si la relation intuitive qui pourrait exister entre prime d'acquisition et niveau d'endettement de la cible s'observe dans la réalité des primes payées lors des transactions portant sur le contrôle. Si nous revenons en détails sur le contexte théorique de ce questionnement, l'étude empirique mise en place se concentre, elle, sur le caractère *indirect* du lien entre ces deux variables.

A partir de l'observation d'un échantillon large de 4 216 opérations de fusions & acquisitions portant sur des cibles cotées de 19 pays réalisées entre 2000 et 2009 et d'analyses de régression complètes, nous concluons que la relation entre levier d'endettement de la cible et prime de contrôle est faible, négative mais statistiquement significative à des seuils de confiance élevés, sur la base d'une estimation simple de ces deux variables, telles qu'elles sont directement observables en pratique. Il apparaît en outre que les sociétés les plus endettées bénéficient de primes de contrôle plus faibles que le reste de l'échantillon.

Le pouvoir explicatif très limité de la structure de financement de la cible sur la prime payée n'est cependant pas surprenant, car le niveau d'endettement de la cible ne saurait être le facteur clef dans la détermination de la prime de contrôle, qui relève bien davantage d'enjeux opérationnels et stratégiques. De plus, les contraintes méthodologiques de notre étude, se voulant très simple et directement réalisable à partir d'informations de marché et de la valeur comptable de l'endettement financier net, contribuent très certainement à l'affaiblissement des résultats obtenus, limitant leur portée théorique. En effet, les problématiques que nous présentons également concernant les variations de la valorisation de l'endettement financier net à la faveur d'un changement de contrôle et les transferts de valeur potentiels entre actionnaires et créanciers financiers sont des phénomènes complexes à mesurer et sur lesquels la théorie financière n'apporte pas de réponse définitive.

Pour ces raisons, nous nous gardons de rejeter catégoriquement l'hypothèse de départ, dont la pureté théorique est très difficilement observable en pratique. Les conclusions de notre étude appellent donc à la prudence dans l'utilisation de la valeur d'endettement net comptable quand il s'agit d'estimer une valeur d'entreprise, et rappellent aussi les limites pratiques à l'application trop rapide de raisonnements théoriques admis mais reposant sur des hypothèses implicites fortes.