

Regards sur la nouvelle vague de fusions et acquisitions

L'objectif de ce numéro spécial de Regards économiques est de mettre en perspective les mouvements de fusions et acquisitions qui alimentent l'actualité économique récente. Deux articles y sont consacrés :

Page 2

Belle saison pour le marché des fusions et acquisitions...

de Nihat Aktas, Éric de Bodt et Giorgio A. Tesolin

... Mais la moisson sera-t-elle à la hauteur des prévisions ? Quoi qu'il en soit, les chiffres sont là : l'année 2005, avec un montant total d'opérations évalué à 2.980 milliards de dollars US, a connu une augmentation de 43 % par rapport à 2004. Afin de mieux comprendre l'engouement actuel, nous proposons des outils conceptuels et une réflexion à partir des dernières recherches scientifiques en la matière.

Page 12

La fièvre contagieuse des fusions et acquisitions

de Étienne de Callatay

L'objet de cette brève contribution d'un "praticien" de la finance est de compléter celle de N. Aktas, E. de Bodt et G. Tesolin en cherchant à expliquer pourquoi nous assistons aujourd'hui à un net regain des fusions et acquisitions en Europe. Les facteurs explicatifs relèvent de quatre ordres : la situation financière des entreprises, l'environnement économique, les dispositifs légaux et les valorisations de marché.

Belle saison pour le marché des fusions et acquisitions...

... Mais la moisson sera-t-elle à la hauteur des prévisions ?
Quoi qu'il en soit, les chiffres sont là : l'année 2005, avec un montant total d'opérations évalué à 2.980 milliards de dollars US, a connu une augmentation de 43 % par rapport à 2004¹. Afin de mieux comprendre l'engouement actuel, nous proposons des outils conceptuels et une réflexion à partir des dernières recherches scientifiques en la matière.

Nihat Aktas

Eric de Bodt

Giorgio A. Tesolin

Parler de fusions et d'acquisitions (F&A), c'est bien entendu parler de la croissance des entreprises. Celle-ci est le fruit de l'accumulation des investissements réalisés au cours du temps. Les ressources financières à la disposition d'une entreprise peuvent être orientées soit vers un développement interne (développement de nouveaux produits, mise en place de nouveaux circuits de distribution, rationalisation des équipements existants, ...), soit vers des déploiements externes (fusions et acquisitions, joint-ventures, alliances stratégiques, ...).

Le choix entre croissance interne et croissance externe constitue une des problématiques essentielles de la décision d'investissement. Il s'agit pour l'entreprise d'un choix stratégique de première importance, qui détermine bien souvent la vitesse de son développement. L'objectif de ce numéro de *Regards économiques* est de présenter une synthèse des motivations et théories sous-jacentes aux décisions de croissance externe. De plus, comme ce choix dépend très fortement du stade de développement de l'entreprise et des conditions internes et externes qui l'influencent, nous terminerons notre réflexion en présentant les forces qui semblent être en jeu dans la vague actuelle de F&A².

On distingue trois types d'opérations de F&A : les F&A horizontales, qui sont des rapprochements entre concurrents actifs sur un même marché (par ex., PSA Peugeot-Citroën); les F&A verticales impliquent le rapprochement entre entreprises intervenant à différents stades du processus de production sur un marché (par ex., Sony s'est intégrée verticalement dans le marché du divertissement en achetant la société CBS Records pour s'assurer un approvisionnement en logiciels pour ses futures plates-formes). Enfin, les F&A conglomerates sont réalisées entre entreprises sans relation de rivalité directe et dont l'objectif est la constitution de groupes diversifiés tant géographiquement qu'en terme de portefeuille de produits (par ex., la fusion Moët Hennessy-Louis Vuitton a conduit à la création du groupe LVMH, ainsi les deux sociétés ont étoffé leur portefeuille de produits de luxe en ajoutant les vins et spiritueux à la mode et maroquinerie).

Le défi majeur que les décideurs ont à relever est d'évaluer *ex ante* avec précision les coûts, les économies et les gains que les F&A engendreront *ex post*; nous percevons aisément la difficulté : comment mesurer aujourd'hui les synergies futures qui dépendent de tant d'impondérables ou quantifier les conséquences dues à la modification espérée du pouvoir de marché³ ? L'avenir comporte toujours une dimension de risque avec son potentiel d'erreurs d'anticipation. Au-delà même de cette difficulté inhérente à la prise de décision dans l'incertitude, différentes théories ont progressivement vu le jour afin d'appréhender les motivations sous-jacentes de ces opérations en tenant compte du contexte décisionnel.

Merci à Paul Belleflamme, Vincent Bodart et Muriel Dejemeppe pour leurs précieux commentaires.

¹ Source : Dealogic.

² L'approche adoptée ici est microéconomique : nous abordons la question sous l'angle de la firme, mais une autre manière, complémentaire, serait d'envisager l'aspect macroéconomique pour mettre en évidence d'autres problématiques, telles que la réallocation des ressources dans l'économie, le rôle régulateur ou participatif des Etats, etc.

³ Voir à ce propos Damodaran (2005).

Un des premiers auteurs à avoir mené une réflexion théorique susceptible d'éclairer le choix entre croissance interne et croissance externe est Ronald Coase. Son article publié en 1937 propose un cadre de réflexion préalable à la décision d'intégration verticale (rachat de clients/fournisseurs). L'auteur développe un modèle apte à guider les décideurs et fondé sur la notion que Williamson (1979, 1985) appellera "coûts de transaction", à savoir tous les coûts liés à l'acte économique d'échange des biens (la transaction). Une entreprise est confrontée à un ensemble de coûts internes, si elle produit elle-même, et externes, si elle recourt à un fournisseur/distributeur, ces derniers étant a priori plus importants. Sans être exhaustif, ces coûts peuvent comprendre les coûts de transport, de vérification de la qualité, de négociation du contrat, et aussi ceux liés au comportement opportuniste du client/fournisseur. Coase considère que les décisions relatives à la taille ou aux F&A devraient être déterminées par l'évaluation de ces coûts. Selon lui, *plus grand* n'est pas nécessairement synonyme de *plus efficient* : il appartient aux managers de comparer les coûts avant et après F&A pour se lancer à bon escient dans ce type d'opérations.

Depuis la contribution de Coase (et son extension par Williamson), de multiples courants d'analyse se sont développés. Nous en présentons un rapide panorama dans la première section de cet article. La seconde section sera dédiée à l'analyse de conditions dans lesquelles ces opérations se développent.

1. Théories d'évaluation des effets des F&A⁴

Il est possible de regrouper les théories des F&A en fonction de leurs effets escomptés, allant de la création de valeur à la destruction de valeur en passant par la neutralité de pareilles opérations. L'analyse que nous proposons est centrée sur l'entreprise et ses actionnaires. Dans un tel cadre, la création de valeur s'assimile à la plus-value que font les actionnaires lors de l'annonce de l'opération (sur un marché efficient). L'opération sera dite créatrice de valeur lorsque la somme de la valeur de marché de la nouvelle entité fusionnée est supérieure à la somme de la valeur des entités indépendantes évaluées avant la fusion⁵. Il convient aussi de noter que les théories présentées ne sont pas mutuellement exclusives; chacune conduit à une prédiction précise, mais pour une opération donnée, sa valeur est la résultante des différents arguments théoriques combinés, selon leur degré d'intensité relative.

1.1. Théories des F&A vues comme décisions créatrices de valeur

- La théorie de Coase (1937), déjà évoquée en introduction, soutient que l'organisation d'une firme donnée répond à l'équilibre adéquat entre les coûts du recours au marché et les coûts des opérations internes. Les F&A sont autant de réponses aux forces de changement qui viennent altérer cet équilibre. Williamson (1985) développe la théorie coasienne en précisant que les coûts de transaction sont fonction de la "fréquence des transactions" et de la "spécificité des actifs"⁶, la faiblesse de la fréquence et la forte spécificité étant des freins aux synergies.

⁴ Pour une excellente présentation générale du domaine des F&A, voir Weston, Mitchell et Mulherin (2003).

⁵ Il est important de souligner que la création de valeur pour les actionnaires ne correspond pas nécessairement à une création de valeur au niveau de l'économie dans son ensemble. En effet, il se peut que la création de valeur pour les actionnaires provienne d'un transfert de richesse des fournisseurs ou des clients/consommateurs suite à l'augmentation du pouvoir de marché de la nouvelle entité à l'issue de la fusion.

⁶ Le processus de production de biens et services finaux d'une entreprise repose sur les transactions réalisées entre différents modes d'opération, qui peuvent être soit internes ou externes à l'entreprise. Les coûts de transaction sont fonction de l'intensité des échanges entre les modes d'opération ("fréquence des transactions") et du degré de complexité des biens et services échangés ("spécificité des actifs").

... Théories d'évaluation
des effets des F&A

L'implantation des équipementiers automobiles sur le site même des assembleurs répond directement à cette volonté d'optimisation des coûts de transaction : les coûts de transport sont quasi-annihilés, des processus de production *just-in-time* deviennent possibles (supprimant les stocks d'en-cours de production), dans certains cas même l'outil de production des fournisseurs est conçu en sur-mesure par rapport à la chaîne d'assemblage de l'entreprise. Cette évolution montre en outre à quel point le concept même de firme n'est pas aussi clairement délimité qu'il ne pourrait y paraître à première vue.

- Bradley, Desai et Kim (1983, 1988) considèrent que les F&A créent des synergies dans lesquelles ils incluent à la fois les économies d'échelle⁷ et d'envergure⁸, un management plus impliqué et effectif, de meilleures techniques de production et une allocation combinée des ressources complémentaires. Les arguments avancés par Mittal dans le cadre de la tentative en cours d'absorption d'Arcelor relèvent directement de cette logique. Parmi ceux-ci, la complémentarité géographique des activités figure en bonne place : les deux groupes ayant une présence internationale (largement) complémentaire, leur intégration permettra une diffusion globale de leurs gammes de produits respectives (les produits du groupe Mittal bénéficieront, par exemple, d'une diffusion accrue au Brésil et en Europe où Arcelor est leader sur le marché et pourra mettre à disposition de son éventuel nouveau propriétaire son réseau de distribution, ...).

- Manne (1965), Alchian et Demsetz (1972) fondent leur argumentation sur des raisons d'ordre disciplinaire : le marché des F&A n'est rien d'autre que le marché pour le contrôle des entreprises (*market for corporate control*) sur lequel les équipes dirigeantes sont en concurrence pour la gestion d'actifs. Dans un tel marché, les dirigeants d'entreprise les moins performants sont sanctionnés et remplacés par d'autres plus experts à l'aide des opérations de F&A. De plus, l'existence d'un marché de F&A actif incite les dirigeants à être performants, rendant l'économie dans son ensemble plus efficiente. Cependant, très peu d'évidence empirique existe sur le rôle disciplinaire des F&A⁹, même si dans certains cas la théorie trouve de toute évidence son application (on pensera par exemple à la bataille que se livrèrent en son temps Suez et le Groupe De Benedetti autour du contrôle de la Société Générale de Belgique, cette dernière étant l'archétype du holding financier sur-diversifié, fondé sur une logique de contrôle et non une logique de synergie économique).

1.2. Théories des F&A vues
comme décisions
destructrices de valeur

- Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986) mettent en évidence la théorie de l'agence (conflit d'intérêts entre managers et actionnaires) dans le cadre des F&A et indique que le *free cash flow* (FCF) peut être source de F&A destructrices de valeur. Les FCF sont les flux de trésorerie dits libres, c'est-à-dire disponibles au sein de l'entreprise une fois que tous les projets rentables ont été financés. L'existence de FCF au sein d'une entreprise peut entraîner des dérives néfastes pour les actionnaires : en effet, les managers peuvent alors être plus enclins à se lancer dans des diversifications destructrices de valeur, comme ce fut le cas dans l'industrie pétrolière au cours des années 1970 et début 1980. En effet, suite à la hausse du prix du pétrole, les sociétés pétrolières ont accumulé beaucoup de *cash*

⁷ Les économies d'échelle sont des économies de coût par unité produite réalisées suite à l'augmentation du volume de production. Elles résultent essentiellement du fait que les coûts fixes se répartissent sur un plus grand volume de production.

⁸ L'économie d'envergure est un concept proche de l'économie d'échelle. Les économies sont cette fois liées à l'augmentation du volume à travers l'élargissement de la gamme de produits offerts (par ex., une banque qui vient d'acheter une compagnie d'assurance peut utiliser le même réseau de distribution pour vendre des produits bancaires et des produits d'assurance).

⁹ Voir Agrawal et Jaffe (2003).

... Théories d'évaluation
des effets des F&A

flow¹⁰, et un grand nombre d'entreprises se sont lancées dans des opérations de F&A en dehors du secteur. Selon Jensen (1986) la plupart de celles-ci ont été destructrices de valeur, à cause du manque d'expertise des managers dans ces nouveaux secteurs.

- Schleifer et Vishny (1989) poursuivent dans la ligne de la théorie de l'agence en parlant d'enracinement managérial (*managerial entrenchment*) : les managers sont plus enclins à accroître leur propre patrimoine qu'à créer de la valeur pour leurs actionnaires ! Ils sont réticents à leur distribuer du cash, le font avec parcimonie et préfèrent investir dans des F&A, même surpayées, pourvu qu'elles réduisent le risque qu'ils courent d'être remplacés. Les dirigeants de l'entreprise en viennent à investir dans de nouvelles activités qu'ils connaissent bien, non pas parce qu'elles sont créatrices de valeur mais parce qu'elles rendent l'actionnaire plus dépendant de leurs compétences spécifiques. Vu la combinaison très particulière d'activités mise en place par ces dirigeants, il est plus difficile pour les actionnaires de trouver une nouvelle équipe dirigeante capable de remplacer celle en place. La politique menée à la fin de la dernière décennie par le Groupe Vivendi-Universal pourrait, en partie, être interprétée sous cet angle : le groupe de Jean-Marie Messier exerçait à l'origine des activités dans le domaine du service aux collectivités publiques. Sous l'impulsion de ce dernier, l'entreprise s'est engagée dans un programme intense d'acquisitions d'entreprises, visant à la faire prendre pied dans des secteurs tels que les médias et les télécommunications. Peu d'équipes dirigeantes eurent pu être à même de gérer un tel assemblage. C'est ainsi qu'un programme soutenu de désinvestissements a suivi le départ de Jean-Marie Messier.

(Il faut noter que le lien entre les théories positives et négatives se trouve notamment dans la dimension disciplinaire des F&A : une des solutions aux F&A affectées par des problèmes d'agence est précisément le recours aux F&A de type disciplinaire qui remplacent les équipes dirigeantes)¹¹.

1.3. Théorie des F&A vues
comme décisions neutres
quant à la valeur

- Roll (1986) se démarque du courant général des recherches de l'époque et propose une théorie originale fondée sur l'*hubris* (excès de confiance) des managers et les modèles d'enchères. L'*hubris* est une caractéristique des managers qui pèchent souvent par excès de confiance en eux-mêmes. Quant aux modèles d'enchères, Roll leur emprunte le concept de "malédiction du gagnant" (*winner's curse*) : le gagnant est celui qui, trop sûr de lui, a la vision la plus optimiste de la valeur de l'entreprise et qui l'emporte en offrant donc plus que la valeur réelle. La théorie de l'*hubris* suggère que les F&A peuvent survenir sans même qu'il y ait aucun effet sur la valeur de l'opération. Si les offres sont trop basses, la cible ne sera pas vendue; si elles dépassent la valeur de la cible, celle-ci est vendue et les gains de ses actionnaires ne sont qu'un transfert de richesse provenant des propriétaires de la société qui achète. Pour Roll, "l'hypothèse d'*hubris* peut servir d'hypothèse nulle des acquisitions d'entreprises".

Ces théories éclairent le processus de décision et les conditionnements des F&A qui reposent en définitive sur un diagnostic du potentiel de croissance eu égard à la situation concrète de chaque entreprise à un moment bien particulier. De ce fait, ces opérations sont, pour une bonne part et dans le bon sens du terme, "opportunistes" car il s'agit de discerner les opportunités qui se présentent aujourd'hui et qui peuvent disparaître demain.

¹⁰ Le total des flux de trésorerie des dix plus grandes entreprises pétrolières américaines représentaient 28 % de l'ensemble des flux de trésorerie des 200 plus grandes entreprises américaines en 1984 (Jensen, 1986).

¹¹ Selon Mitchell et Lehn (1990), les mauvais acquéreurs dans le contexte U.S. semblent devenir de bonnes cibles ultérieurement.

2. Conditions internes - conditions externes

L'évaluation des opportunités de croissance (tant interne qu'externe) implique l'examen des conditions internes et externes qui vont influencer le choix de l'entreprise. Or celles-ci varient à travers l'histoire, si bien que les activités de F&A dépendent des caractéristiques économiques et culturelles de leur temps et de leur lieu.

2.1. Les grandes tendances

Ce sont essentiellement les forces de changement qui vont amener les firmes à évoluer et à s'adapter. En simplifiant, on peut distinguer quatre types de forces souvent en interaction¹² :

- les forces de changement technologique : si Coase a vu l'impact de l'invention du téléphone sur l'organisation des entreprises, que dire aujourd'hui des progrès de l'informatique qui révolutionnent notamment les communications et les transports pour créer une économie globale ? Ces changements induisent des mouvements à la fois de dérégulation et de régulation par la conclusion et la révision d'accords comme ceux de l'OMC, l'ouverture des frontières, le lancement de l'euro et de nouveaux modes de paiement, la privatisation de services publics, la libéralisation des marchés et la concurrence accrue dans les secteurs aériens, énergétiques, financiers, médicaux,...;
- les forces de changement affectant l'efficacité des processus de production : elles concernent la combinaison d'activités complémentaires, les économies d'échelle et d'envergure, régulièrement invoquées pour justifier les F&A;
- les forces de changement dans le mode d'organisation industrielle : ainsi, dans l'industrie informatique, le passage de l'intégration verticale à une chaîne horizontale d'activités indépendantes permet de mieux appréhender les mouvements d'innovation;
- les forces de changement qui sont l'aboutissement favorable ou défavorable des politiques menées sur les périodes précédentes : amélioration des conditions financières et économiques générales, mais détériorations dans certaines économies ou industries particulières, inégalités des richesses et des revenus, ...

En bref, si nous résumons la courte histoire des F&A de la fin de l'ère industrielle à nos jours, nous retiendrions avec Weston *et al.* (2003) que ces forces de changement ont induit cinq grandes vagues de concentrations :

- 1895-1904 : période de changement d'infrastructure économique (chemins de fer transcontinentaux, par ex.) et d'innovations technologiques (électricité), caractérisée par des fusions principalement horizontales visant à acquérir des positions monopolistiques;
- 1922-1929 : période à mobilité et communication accrues (automobile, radio), caractérisée par des fusions verticales tendant à l'oligopole, pour la plupart dans la banque, les services d'utilité publique, l'agro-alimentaire, soient les secteurs peu touchés par la vague précédente;
- Années 1960 : période où, en raison de la législation protectrice de la concurrence aux Etats-Unis, de l'amélioration du niveau de vie et de l'accélération des innovations, les F&A s'orientent plutôt vers la constitution de conglomerats : la diversification permet de créer un marché interne des capitaux et, ce faisant, de

¹² Pour une analyse plus détaillée, voir Weston, Mitchell et Mulherin (2003).

... *Conditions internes - conditions externes*

pallier le niveau encore insuffisant de développement des marchés financiers. Elle permet aussi aux grandes multinationales d'investir les surplus financiers très importants qu'elles ont à leur disposition sans risquer de tomber sous le joug des autorités de contrôle (un développement de leur métier de base conduisant à une trop forte concentration du secteur);

- Années 1980 : période marquée par de très grandes F&A, conduisant souvent au démantèlement de conglomérats. Le secteur pétrolier, devenu très instable, fut particulièrement touché. Une des raisons invoquées pour expliquer ce recentrage sur les activités de base est la révision de la législation anti-trust américaine, désormais plus conciliante à l'égard des grands acteurs. L'innovation financière favorise la création d'un large marché pour les émissions d'obligations dites "pourries" (*junk bonds*)¹³ sur lequel émergent de nouveaux acteurs, les *raiders*, dont la seule motivation est financière (par ex., Bernard Tapie en France); c'est aussi la montée d'acquéreurs financiers et du recours aux LBO¹⁴;

- Années 1990 : période des fusions stratégiques, notamment pour changer de métier, suite à d'importantes innovations technologiques (informatique, internet, téléphonie mobile) et des mouvements de privatisations et de libéralisations de pans entiers de l'économie (télécommunications, énergie, compagnies aériennes). A titre d'exemple, nous pouvons citer le cas de la société TUI AG, société initialement dénommée Preussag AG et active dans la sidérurgie, s'est transformée grâce aux opérations de F&A pour devenir un des leaders dans le secteur du tourisme.

La période actuelle connaît aussi des changements profonds : l'introduction de l'euro à vocation internationale et la constitution d'un grand marché, raréfaction des sources d'énergie, poursuite du développement des nouvelles technologies, vieillissement des populations occidentales et réapparition d'épidémies. Cela se traduit dans les derniers chiffres : les principales opérations se concentrent en 2005 autour des secteurs des télécoms (413 Milliards usd), de la finance (404 Mds), d'utilité publique, de l'énergie, du pétrole et du gaz (432 Mds) et des soins de santé (190 Mds)¹⁵.

2.2. Les conditions concrètes

Concrètement, les conditions actuelles, tant internes à de nombreuses entreprises qu'externes, favorisent un climat nettement porteur pour les F&A; sans être exhaustifs, nous pouvons en énumérer quelques-unes :

- Depuis l'éclatement de la bulle spéculative de la haute technologie à la fin du siècle dernier et après les attentats de 2001, les entreprises ont assaini leurs comptes en réduisant leur endettement et ont amélioré jusqu'ici leurs bénéfices;

- La plupart d'entre elles récoltent à présent les fruits de leurs efforts, à savoir une accumulation de liquidités abondantes. Ce phénomène explique pourquoi près de 80 % des F&A en 2005 se sont payées en cash contrairement à ce qui se faisait à la fin des années 1990¹⁶;

¹³ Les *junks bonds* sont des obligations (emprunts à long terme) très risquées, c'est-à-dire émises par des entreprises dont la probabilité de se retrouver dans l'incapacité de remboursement est très élevée (risque de défaut). Pour attirer les investisseurs, les *junks bonds* offrent des rendements nettement supérieurs par rapport aux obligations moins risquées.

¹⁴ Les acquisitions de type LBO (*leveraged buyout*) sont celles où la transaction est financée essentiellement par de la dette. Dans ce genre d'opération, les actifs de la société cible sont utilisés comme garanties supplémentaires pour les emprunts servant au financement de leur propre acquisition.

¹⁵ Source : Dealogic.

¹⁶ Sources : Thomson Financial, Bloomberg.

... *Conditions internes - conditions externes*

- Pourtant, les taux d'intérêt restent historiquement bas, malgré les relèvements successifs de la Réserve Fédérale Américaine et récemment le premier de la Banque Centrale Européenne; les entreprises pourraient en tirer profit puisqu'elles ont amélioré leur capacité d'endettement !
- Mais les liquidités sont telles que bon nombre de sociétés optent pour des politiques ambitieuses de rachat d'actions : par exemple, en 2005, les sociétés du CAC40 ont racheté leurs actions propres pour 6,3 milliards d'euros (nets de cessions d'actions), soit 0,7 % de leur capitalisation boursière 2005 moyenne¹⁷;
- D'autres, plus nombreuses, gâtent leurs actionnaires par des programmes de majoration de dividendes : ainsi, les sociétés du CAC40 ont distribué l'an dernier 24 milliards d'euros, les champions de la distribution additionnée au rachat (à savoir le trio Total, Bouygues et BNP Paribas) totalisant 30 % des dividendes du CAC40¹⁸;
- Cette accumulation de liquidités est aussi un signe révélateur des limites de la croissance interne des entreprises qui manquent de projets rentables à développer en leur sein. Il est d'ailleurs significatif de noter que les entreprises du CAC40 ayant annoncé des dividendes majorés performant moins bien depuis le début 2006 que celles qui ont dévoilé de nouveaux projets d'investissement;
- Avec ces liquidités, beaucoup se trouvent à l'étroit dans leur marché naturel, tandis qu'une concurrence accrue n'incite pas à augmenter les capacités de production. D'autant que des secteurs connaissent encore des surcapacités, avec une répartition géographique défavorable, comme c'est le cas pour le secteur sidérurgique même si la Chine a tiré le marché ces deux dernières années;
- A cela s'ajoute encore la hausse du prix des matières premières et de l'énergie. Afin d'être en mesure de les répercuter et de mieux absorber leur choc, les entreprises cherchent à détenir un certain pouvoir de marché qui est la résultante du nombre de concurrents et des parts de marché de chacun ou encore fonction du taux de concentration par secteur. Une mesure utile de la concentration est fournie par les économistes Herfindahl et Hirschman qui ont laissé leur nom au célèbre indice utilisé depuis 1982 par les autorités antitrusts américaines, la Federal Trade Commission et le Department of Justice. Elle correspond à la somme des carrés des parts de marché de toutes les firmes actives dans un même secteur. D'un secteur à l'autre, la concentration peut considérablement varier et cette disparité peut aussi être un facteur d'altération du pouvoir de marché; ce sont les arguments souvent mis en avant aujourd'hui à propos de la sidérurgie par exemple. Il convient d'observer que la production sidérurgique connaît un stade de concentration moins avancé que les secteurs en aval et en amont : l'industrie automobile, grosse consommatrice de produits sidérurgiques, quoiqu'en baisse régulière, est de loin plus concentrée, de même que le secteur des matières premières (minerais, charbon, ferrailles,...) destinées à la sidérurgie. Ainsi, les 5 plus importants constructeurs automobiles représentent à eux seuls plus de 60 % du marché mondial, alors que le Top 5 des sidérurgistes pèse à peine 20 % du secteur, ce qui pousse donc la sidérurgie vers un mouvement de F&A;
- La faible concentration dans un secteur ou la disparité de concentration entre secteurs connexes sont des éléments qui peuvent favoriser, nous venons de le

¹⁷ Lettre Vernimmen.Net, n° 45, février 2006.

¹⁸ Lettre Vernimmen.Net, ib.

... Conditions internes -
conditions externes

voir, les opérations de F&A. Toutefois, lorsque la concentration augmente, il ne faut pas perdre de vue le rôle dissuasif des instances publiques de régulation non seulement aux Etats-Unis et en Europe, mais aussi progressivement dans d'autres régions du monde, avec les conséquences que leurs interventions peuvent avoir au-delà de leur territoire juridictionnel et le risque de dérapages protectionnistes¹⁹. Nous l'avons dit précédemment, l'Indice Herfindahl-Hirschman (HHI) est utilisé par les autorités américaines et européennes²⁰ pour fixer des seuils au-delà desquels différentes procédures d'enquête d'impact et d'autorisation sont entamées dans le cadre d'importants projets de F&A. Nous constatons néanmoins qu'il demeure actuellement des secteurs à haut potentiel de concentration : d'après une étude Sigma de Swiss Re²¹, les douze plus grands groupes dans l'assurance vie ne représentent que 28,2 % du marché, alors que dans la banque ils détiennent environ 38 %, dans l'industrie pharmaceutique 46 % et dans la construction automobile près de 90 % !

3. En guise de conclusion

Les conditions énumérées ci-dessus représentent autant d'éléments qui incitent les entreprises à se pencher dehors pour saisir les occasions de grandir par F&A, bien que celles-ci ne coïncident pas toujours avec création de valeur. Il est vrai que la littérature financière documente des gains importants pour les actionnaires des sociétés cibles²², et ceux-ci sont d'autant plus élevés que la concurrence est intense dans le marché du contrôle d'entreprise. Cependant, la question est de savoir si ces gains résultent simplement d'un transfert de richesse entre les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, employés, consommateurs, etc.) ou correspondent à une création nette de valeur au niveau de l'économie dans son ensemble (due aux effets de synergie, par exemple). En effet, seules les opérations de F&A reposant sur des motivations économiques claires sont susceptibles de créer de la valeur à long terme. Le rapprochement entre Mittal et Arcelor, s'il vise à permettre aux deux groupes de tirer parti de complémentarités géographiques et répond à une logique de concentration des acteurs dans un secteur resté fort fragmenté, peut trouver un fondement économique. Cependant, le contexte particulier dans lequel nous nous situons présente des risques de dérapage, dans le sens où les élans de protectionnisme risquent de promouvoir le rapprochement entre entreprises sans nécessairement reposer sur des fondements économiques, et de dissuader les opérations les plus efficaces. Le rapprochement annoncé entre Suez et Gaz de France n'est pas, de ce point de vue, sans poser des questions. La volonté de trouver une réponse franco-française aux risques de voir Suez absorbé par un groupe étranger pourrait conduire à la création d'un acteur d'un poids tel que les conditions d'une concurrence effective (au profit des consommateurs et de l'innovation) s'en trouveraient remises en cause dans de nombreux marchés. Il sera intéressant, dans ce dossier, d'examiner les prises de position de la Commission Européenne. Il est aussi important d'ajouter que les projets de règle anti-OPA dans certains pays européens risquent d'avoir des effets contre-productifs à long terme. Un marché actif de F&A remplit un rôle important dans l'allocation des ressources au sein de l'économie car il inci-

¹⁹ Voir Aktas, de Bodt et Roll (2004, 2006).

²⁰ Depuis le 01/05/2004, la Commission Européenne a publié officiellement les seuils de concentration, mesurés également à l'aide de l'Indice HHI, qui motivent un contrôle plus strict des opérations de F&A.

²¹ Sigma, n°1, Janvier 2006.

²² La prime d'acquisition tourne autour de 20 % pour les entreprises cibles américaines selon les études de Mulherin et Boone (2000) et Andrade, Mitchell et Stafford (2001). Par contre, Aktas, de Bodt, et Roll (2004) et Campa et Hernando (2004) rapportent une prime d'acquisition de l'ordre de 9 % pour les cibles européennes. Il est important de souligner que cette différence de prime observée entre les cibles américaines et européennes constitue un vrai puzzle en finance d'entreprise.

te les entreprises à être performantes. Seul l'avenir nous dira si les décideurs ont vu juste et sont parvenus à mobiliser toutes les ressources nécessaires, surtout humaines, pour réussir l'aventure de F&A qu'ils ont entreprise, car il ne faut pas oublier que derrière les chiffres et les projections se cachent des hommes.

Nihat Aktas est professeur de Finance à la Louvain School of Management de l'UCL.

*Nihat Aktas,
Eric de Bodt
et Giorgio A. Tesolin*

Eric de Bodt est professeur de Finance à la Louvain School of Management de l'UCL et à l'Université de Lille 2.

Giorgio A. Tesolin est juriste et chercheur en finance à la Louvain School of Management de l'UCL.

Références

- AGRAWAL A. et JAFFE F., 2003, "Do takeover targets underperform ? Evidence from operating and stock returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, n° 4, pp. 721-746.
- AKTAS N., DE BODT E. et ROLL R., 2004, "Market response to European regulation of business combinations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, n° 4, pp. 731-758.
- AKTAS N., DE BODT E. et ROLL R., 2006, "Is European M&A regulation protectionist ?", *Economic Journal* (à paraître).
- ALCHIAN A.A. et DEMSETZ H., 1972, "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777-795.
- ANDRADE G.M.-M., MITCHELL M.L. et STAFFORD E., 2001, "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n° 2, pp. 103-120.
- BRADLEY M.D., DESAI A.S. et KIM E.H., 1983, "The rationale behind inter-firm tender offers : Information or Synergy ?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 183-206.
- BRADLEY M.D., DESAI A.S. et KIM E.H., 1988, "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of the target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
- CAMPA J.M. et HERNANDO I., 2004, "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 47-82.

COASE R.H., 1937, "The nature of the firm", *Economica* (New Series), IV (13-16), November, pp. 386-405.

COBBAUT R., 1997, *Théorie Financière*, Economica, 4^{ème} édition.

DAMODARAN A., 2005, "The value of synergy", *Stern School of Business Working Paper*, SSRN-id841486.

JENSEN M.C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

MANNE H.G., 1965, "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 73, n° 2, pp. 110-120.

MITCHELL M.L. et LEHN K., 1990, "Do bad bidders become good targets ?", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 2, pp. 372-398.

MULHERIN J.H. et BOONE A.L., 2000, "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, n° 2, pp. 117-139.

ROLL R., 1986, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, Vol. 59, n° 2, pp. 197-216.

SCHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1989, "Management entrenchment : The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.

WESTON J.F., MITCHELL M.L. et MULHERIN J.H., 2003, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River (NJ), 4[°] Ed.

WILLIAMSON O.E., 1979, "Transaction-cost economics: The governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, n° 2, pp. 233-261.

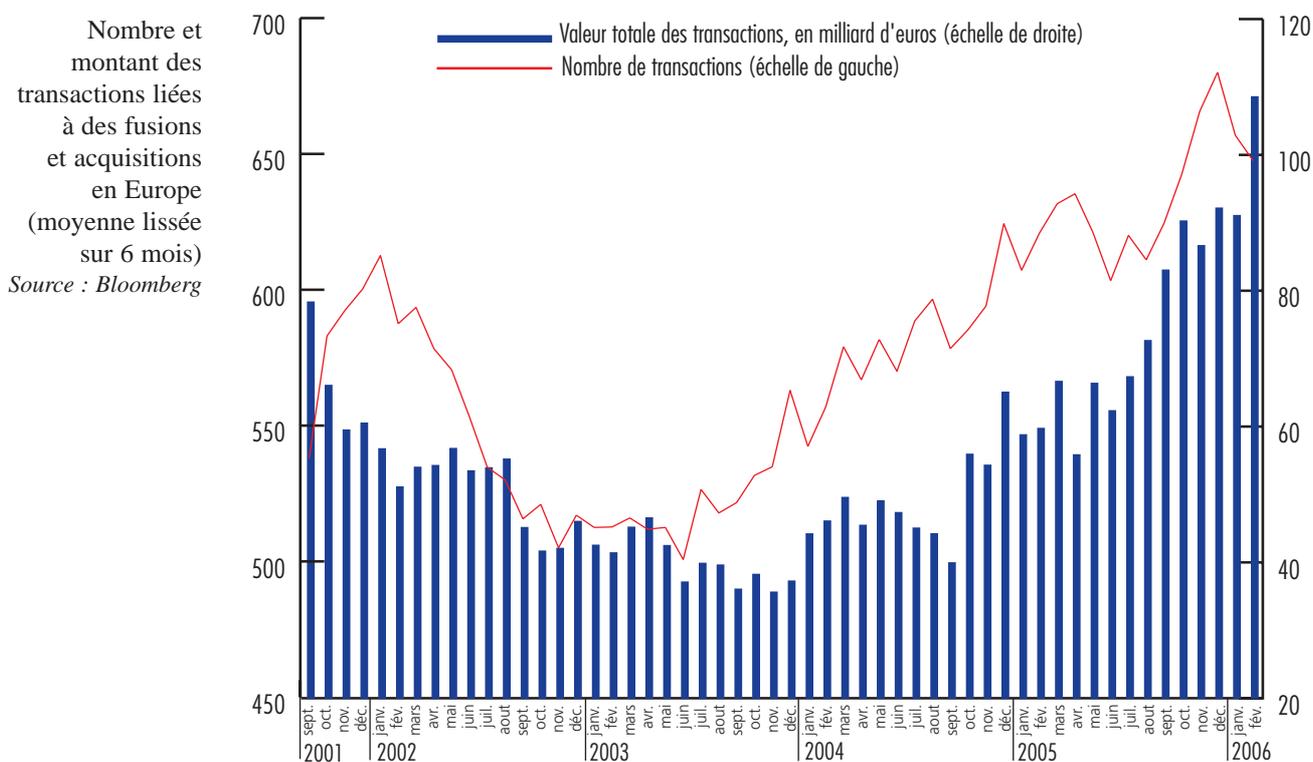
WILLIAMSON O.E., 1985, *The economic institutions of capitalism*, The Free Press/Macmillan, New York.

La fièvre contagieuse des fusions et acquisitions

Etienne de Callatay Avec l'éclatement de la bulle financière au début de la décennie, la vague de fusions et acquisitions avait reflué mais elle revient en force aujourd'hui, tant en nombre qu'en montant des transactions concernées (voir graphique), en particulier dans certains secteurs d'activité tels que les "utilities", ou services à la collectivité, ou la finance.

Le pourquoi des fusions et acquisitions est protéiforme. Il peut certes s'agir de questions d'ego ou d'un patriotisme économique qui mériterait d'être requalifié en isolationnisme économique mais le plus souvent il s'agira d'une logique industrielle. S'agissant à titre d'illustration du projet de fusion de Gaz de France et de Suez, on peut penser à un réflexe nationaliste français pour protéger Suez, on peut songer à une privatisation larvée de Gaz de France, on peut évoquer la volonté d'opposer un concurrent à EdF sur son propre territoire, on peut y lire une velléité d'émasculer la concurrence, notamment sur le marché belge de l'électricité et du gaz, on peut mettre en exergue l'apport mutuel de portefeuilles clients, on peut souligner l'intérêt d'une combinaison des ressources gaz/électricité pour pouvoir s'ajuster à l'évolution des prix relatifs de l'énergie, on peut évoquer un pouvoir de négociation accru face aux fournisseurs, etc.

L'objet de cette brève contribution d'un "praticien" de la finance est de compléter celle de N. Aktas, E. de Bodt et G. Tesolin en cherchant à expliquer pourquoi nous assistons aujourd'hui à un net regain des fusions et acquisitions en Europe.



Les facteurs explicatifs relèvent de quatre ordres : la situation financière des entreprises, l'environnement économique, les dispositifs légaux et les valorisations de marché.

Premier ordre, **la situation financière des entreprises** est favorable en raison de la belle progression de leurs résultats¹ et de la diminution de leur endettement.² Les entreprises disposent donc des munitions et des effets de levier que les acquisitions requièrent. De plus, et d'une certaine manière de façon paradoxale par rapport à la croissance des bénéficiaires, la concurrence est perçue comme étant exacerbée par les progrès technologiques, le développement des marchés émergents, l'intégration européenne et la prévalence d'une culture du juste prix. La croissance externe est vue comme une réponse à la menace sur les marges bénéficiaires, avec l'avantage, par rapport à la croissance interne, de ne pas accroître les capacités de production et donc de ne pas aggraver la perte de "pricing power".

Deuxième ordre, **l'environnement économique** est favorable en raison des perspectives d'une sortie de convalescence pour l'économie européenne, emmenée par le rétablissement de l'Allemagne où l'indice de conjoncture économique IFO a atteint un sommet sur les 14 dernières années, et du maintien à un niveau historiquement faible des taux d'intérêt, tant nominaux que réels, tant à court terme qu'à long terme. Entreprises et fonds d'investissement en actions non cotées ("private equity") peuvent donc recourir à l'endettement, d'autant plus que les taux à terme nous indiquent que les marchés s'attendent à ce que les taux à long terme restent durablement bas.

Troisième ordre, **l'environnement juridique** est également favorable aux fusions et acquisitions en raison de la dérégulation de certains secteurs, qu'il s'agisse d'électricité (dossiers Endesa et Suez, par ex.), des services financiers (ouverture du capital des banques italiennes à des étrangers, par ex.) ou des effets à venir de la directive dite Bolkestein sur la libéralisation des services. Les Etats savent que leurs dispositifs nationaux anti-OPA vont de plus en plus se heurter aux exigences de la bonne gouvernance et de l'intégration européenne. En outre, le rôle et le comportement des autorités de la concurrence semblent évoluer dans un sens favorable aux fusions, avec des seuils d'autorisation relevés et un intérêt accru donné aux effets positifs des fusions pour la collectivité au travers des synergies rendues possibles. Enfin, le renforcement des obligations comptables imposées aux entreprises cotées accroît les coûts fixes et forcent à avoir une transparence sur la situation financière et la rentabilité qui peut susciter les convoitises d'acquéreurs potentiels et simultanément désavantager les entreprises concernées obligées de révéler des secrets à tel point que ces dernières préfèrent se laisser racheter. Notons que la hausse des coûts fixes vient aussi de multiples régulations, du contrôle de la chaîne alimentaire à celui des conflits d'intérêt, censées bénéficier au consommateur mais qui, in fine, conduisent à la disparition des plus petits acteurs et donc une atrophie de la concurrence qui risque de desservir ce consommateur que l'on voulait protéger !

¹ Le bénéfice par action des entreprises européennes de l'indice DJ 600 a augmenté de 22 % en 2003, 28 % en 2004 et 26 % en 2005 (source : JCF - Factset).

² La valeur médiane du ratio dette/fonds propres est passée de 75 % en 2002 à 52 % en 2005 pour les sociétés européennes de l'indice DJ 600 (source : JCF - Factset).

³ Le ratio Q de Tobin est obtenu en rapportant la valeur de marché des actifs d'une entreprise à leur valeur de remplacement. Si ce ratio est faible, l'entreprise préférera acheter les actions d'une autre entreprise plutôt que d'investir en direct dans de nouvelles capacités de production.

⁴ Le ratio cours/valeur comptable exprime le rapport entre la valorisation par les marchés d'une entreprise cotée et la valeur comptable nette de l'entreprise (valeur de l'actif moins dettes), qui forme une sorte de valeur minimale ou à casser de l'entreprise.

Quatrième et dernier ordre, **l'environnement financier** promeut aujourd'hui les fusions et acquisitions. Cela se mesure d'abord au travers du ratio Q de Tobin³ ou du ratio entre cours et valeur comptable ("price to book value")⁴. En dépit du redressement spectaculaire des bourses européennes depuis le creux du 12 mars 2003, qui a vu le ratio cours/valeur comptable passer à 2,2, venant de moins de 1,5 au cours de l'hiver 2002-2003, il demeure intéressant d'acquérir des actifs existants par la voie de la croissance externe au lieu d'investir en direct ("green-field"). Cela peut s'expliquer par la perception de l'urgence de la croissance, par la prise en compte de facteurs que la valeur comptable ne capture pas, telle la notoriété locale de l'entreprise acquise ou les synergies potentielles, ou encore par le traumatisme des dégâts du surinvestissement de la fin des années 90. La phase d'amélioration des résultats des entreprises, après avoir conduit à une augmentation des dividendes et des rachats d'actions propres, pousse aux acquisitions avant de déboucher sur un gonflement de l'investissement direct. Dans cet environnement, il est symptomatique de constater que, sur les marchés financiers, la révélation de projets d'acquisition ne conduit plus à une baisse du cours de la société qui acquiert comme c'était le cas antérieurement. D'une perception que dans une acquisition c'est l'actionnaire de la société acquise qui fait la bonne affaire et le repreneur qui paie trop cher on passe à la perception que le repreneur est celui qui offre un projet de croissance au lieu de se contenter d'augmenter son dividende ou de racheter ses actions propres.

A ces quatre paramètres fondamentaux, il convient d'en ajouter un cinquième, qui est **l'auto-renforcement de la fièvre des fusions et acquisitions** en raison de sa nature contagieuse. C'est le syndrome du "me too" ou encore, pour reprendre l'expression d'Axel Miller (Dexia), le syndrome Bridget Jones. Même si les synergies qui s'offrent à un prédateur potentiel sont décevantes, même si les primes de contrôle, ou supplément de prix que l'acquéreur offre par rapport au dernier cours de bourse, s'enflamment, même si les coûts d'intégration font peur, même si la culture de l'entreprise risque d'être mise à mal, la crainte d'être le seul à rester sur le carreau pour ne pas avoir compris les avantages stratégiques qui ont poussé les concurrents à passer à l'offensive est telle que le mouvement des fusions et acquisitions a tendance à s'auto-alimenter. C'est pourquoi même si la croissance externe n'est pas nécessairement dans l'intérêt ni des actionnaires ni de la collectivité il y a tout lieu de penser que les fusions et acquisitions continueront à alimenter la presse financière, à faire peur aux salariés et à troubler les landerneaux locaux.

Etienne de Callataÿ est économiste en chef à la Banque Degroof. Il enseigne à l'UCL (Fopes) et aux Facultés de Namur.

Etienne de Callataÿ

Directeur de la publication :
Vincent Bodart
Rédactrice en chef :
Muriel Dejemeppe
Comité de rédaction : Paul Belleflamme,
Vincent Bodart, Raouf Boucekkine,
Muriel Dejemeppe, Frédéric Docquier,
Jean Hindriks, François Maniquet,
Vincent Vandenberghe
Secrétariat & logistique : Anne Davister
Graphiste : Dominos

Regards Économiques a le soutien financier de la Fondation Louvain et de la Banque Nationale de Belgique.

Regards Économiques
IRES-UCL
Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve
<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>
mail: regards@ires.ucl.ac.be
tél. 010/47 34 26

