L'impact de la notation financière sur les stratégies de croissance externe

Francois Lantin, Pierre Roy

▶ **To cite this version:**

Francois Lantin, Pierre Roy. L'impact de la notation financière sur les stratégies de croissance externe. 16ème conférence AIMS, 2007, Montréal, Canada. n.p. halshs-00692570

HAL Id: halshs-00692570
https://shs.hal.science/halshs-00692570

Submitted on 30 Apr 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'IMPACT DE LA NOTATION FINANCIÈRE SUR LES STRATÉGIES DE CROISSANCE EXTERNE

François LANTIN*

Doctorant en Sciences de Gestion
Equipe de recherche Magellan Finance
IAE – Université Jean Moulin Lyon 3

6 Cours Albert Thomas BP 8242
69 355 Lyon Cedex 08
Tel. : 06 03 29 39 96
Email : lantin@univ-lyon3.fr

Pierre ROY

Docteur en Sciences de Gestion
Laboratoire ERFI
ISEM – Université Montpellier 1

CS 19519, Rue Vendémiaire,
Espace Richter, Bât. B
34 960 Montpellier Cedex 2
Tél. : 06 07 04 39 59
Email : pierre_roy2002@yahoo.fr

Résumé

Cette recherche vise à explorer une nouvelle piste de réflexion sur les comportements des grandes entreprises dans un contexte de financiarisation des stratégies. Elle s'attache ainsi à traiter une question de recherche inédite en Sciences de Gestion en mettant en lumière et en précisant le rôle des agences de notation financière dans les modalités de croissance externe des entreprises. La notation financière (ou *rating*) représente l'évaluation exprimée en lettres du risque de non remboursement d'un émetteur d'emprunt obligataire. La problématique retenue concerne l'impact d'une baisse potentielle de cette note sur les stratégies de rachat externe des firmes. Le traitement du cas empirique a été effectué sur la base de données secondaires quantitatives et qualitatives issues de bases de données économiques et financières et en ayant recours à la méthodologie de l'étude de cas et de l'étude d'événements. La réflexion engagée prend appui sur les récents événements intervenus au sein du secteur de l'acier et, en particulier, l'opposition entre Arcelor et ThyssenKrupp pour la prise de contrôle du canadien Dofasco au début de l'année 2006. L'analyse sectorielle et stratégique réalisée souligne l'importance et la pertinence du rachat pour ces deux firmes au regard des synergies visées, mais l'analyse financière, et notamment l'étude de la structure financière, montre à quel point l'opération aurait réduit la flexibilité financière de ThyssenKrupp. En réalisant sa propre analyse à la fois qualitative et quantitative, et en bénéficiant d'informations non publiques, l'agence de notation Standard and Poor's a joué un rôle déterminant. En effet, en menaçant officiellement de baisser sa note de crédit et de la faire basculer de la catégorie investissement à la catégorie spéculative, elle a conduit les dirigeants de ThyssenKrupp à ne pas s'aligner une nouvelle fois sur la proposition d'Arcelor. Enfin, l'analyse des réactions du marché boursier aux annonces des agences de notation nous conduit à mieux comprendre le rôle joué par ces nouveaux acteurs, et à justifier leur existence même au travers du cas d'une annonce de rachat puisqu'ils permettent à tous les investisseurs de connaître à l'avance l'impact financier de cette opération.

Mots clés

Notation financière, stratégie, croissance externe, acier

* Auteur auquel adresser la correspondance.

L'IMPACT DE LA NOTATION FINANCIÈRE

SUR LES STRATÉGIES DE CROISSANCE EXTERNE

Résumé

Cette recherche vise à explorer une nouvelle piste de réflexion sur les comportements des grandes entreprises dans un contexte de financiarisation des stratégies. Elle s'attache ainsi à traiter une question de recherche inédite en Sciences de Gestion en mettant en lumière et en précisant le rôle des agences de notation financière dans les modalités de croissance externe des entreprises. La notation financière (ou *rating*) représente l'évaluation exprimée en lettres du risque de non remboursement d'un émetteur d'emprunt obligataire. La problématique retenue concerne l'impact d'une baisse potentielle de cette note sur les stratégies de rachat externe des firmes. Le traitement du cas empirique a été effectué sur la base de données secondaires quantitatives et qualitatives issues de bases de données économiques et financières et en ayant recours à la méthodologie de l'étude de cas et de l'étude d'événements. La réflexion engagée prend appui sur les récents événements intervenus au sein du secteur de l'acier et, en particulier, l'opposition entre Arcelor et ThyssenKrupp pour la prise de contrôle du canadien Dofasco au début de l'année 2006. L'analyse sectorielle et stratégique réalisée souligne l'importance et la pertinence du rachat pour ces deux firmes au regard des synergies visées, mais l'analyse financière, et notamment l'étude de la structure financière, montre à quel point l'opération aurait réduit la flexibilité financière de ThyssenKrupp. En réalisant sa propre analyse à la fois qualitative et quantitative, et en bénéficiant d'informations non publiques, l'agence de notation Standard and Poor's a joué un rôle déterminant. En effet, en menaçant officiellement de baisser sa note de crédit et de la faire basculer de la catégorie investissement à la catégorie spéculative, elle a conduit les dirigeants de ThyssenKrupp à ne pas s'aligner une nouvelle fois sur la proposition d'Arcelor. Enfin, l'analyse des réactions du marché boursier aux annonces des agences de notation nous conduit à mieux comprendre le rôle joué par ces nouveaux acteurs, et à justifier leur existence même au travers du cas d'une annonce de rachat puisqu'ils permettent à tous les investisseurs de connaître à l'avance l'impact financier de cette opération.

Mots clés

Notation financière, stratégie, croissance externe, acier

INTRODUCTION

Préalablement à l'annonce du rachat du sidérurgiste français Arcelor par le groupe d'origine indienne Mittal Steel à la fin du mois de janvier 2006, s'est déroulée une escalade financière entre Arcelor et l'allemand ThyssenKrupp pour le rachat du canadien Dofasco. Ce dossier a été certes moins médiatisé, mais il a pourtant fait ressortir une réalité jusqu'à présent inexplorée en tant que telle dans la littérature : le nouveau rôle joué par les agences de notation financière dans la stratégie des grandes entreprises.

La notation financière, ou *rating*, se définit comme l'évaluation exprimée en lettres, se basant sur une échelle de notation, du risque de non remboursement à la date prévue de la totalité du principal et des intérêts d'une obligation financière. L'objectif initial est de permettre à un investisseur de connaître le niveau de risque de l'entité dans laquelle il investit ses fonds, et d'exiger un niveau de rémunération en adéquation avec ce risque selon le principe suivant : plus l'entreprise risque de faire faillite, plus la note est basse et plus le taux d'intérêt est élevé.

Cette transparence informationnelle modifie donc les relations d'agence entre les dirigeants et leurs créanciers, mais aussi leurs actionnaires, ce qui tendrait à diminuer leur marge de manœuvre dans la mise en place de leurs décisions d'investissement, en particulier les opérations de grande envergure comme les rachats de sociétés. Aussi, allons nous tenter dans cette recherche de préciser la nature de la contrainte opérée par les agences de *rating* sur la stratégie de croissance externe d'une entreprise dans la lignée des travaux sur la financiarisation des stratégies et la "discipline" des marchés d'Amram *et al*.(1999).

Pour traiter de la problématique énoncée, nous procéderons à une analyse des fondements théoriques des stratégies de croissance externe et du *rating* avant de préciser la méthodologie utilisée d'étude de cas et d'étude d'événement. Puis, nous réaliserons une analyse sectorielle, stratégique et financière avant de conclure par la portée de cette recherche.

1. APPROCHE CONCEPTUELLE

1.1. Les stratégies de croissance externe

1.1.1. Un phénomène généralisé

La croissance externe consiste à racheter ou à s'allier à d'autres entreprises, soit concurrentes dans le cas d'une stratégie de spécialisation, soit appartenant à d'autres domaines d'activité dans le cas d'une stratégie de diversification (Strategor, 2005). Depuis les années quatre-vingt dix, on assiste à la multiplication des opérations de croissance externe (Anand et Delios,

2002) et ce, dans des secteurs aussi variés que le pétrole, la pharmacie, le multimédia, le transport aérien, la banque, l'énergie, le conseil ou la distribution. Le nombre d'acquisitions a ainsi triplé entre 1991 et 2001 (Johnson *et al*., 2005). De surcroît, ces rapprochements d'entreprises s'inscrivent de plus en plus dans un contexte international où la taille sur le marché s'impose comme un facteur clé de succès décisif. Au début des années deux mille, les zones géographiques les plus impliquées dans les opérations de fusions-acquisitions sont l'Amérique du Nord (42%) et l'Europe occidentale (37%).

L'ensemble des fusions-acquisitions, observées au cours de ces dernières années, témoigne de l'attention croissante accordée par les dirigeants à cette modalité de croissance de l'entreprise. Dans un contexte environnemental empreint de turbulence et de compétition accrûe entre les firmes (D'Aveni, 1995), la croissance externe présente l'intérêt majeur, comparativement à la croissance interne, de satisfaire plus rapidement les ambitions de croissance des dirigeants.

1.1.2. Les déterminants de la croissance externe

D'un point de vue financier, les dirigeants justifient d'abord les opérations de croissance externe par la notion de création de valeur actionnariale qui exprime la situation dans laquelle la rentabilité effectivement dégagée par la firme est supérieure à celle attendue par ses investisseurs compte tenu de son niveau de risque. Batsch (1999) précise que l'obtention de cette maximisation de la richesse des actionnaires peut être obtenue par la combinaison de plusieurs facteurs dont la réduction des capitaux investis, la contraction des coûts, et/ou l'augmentation de la marge. Les stratégies de rachat visent en fait directement ces deux derniers objectifs puisque les synergies doivent permettre d'améliorer la productivité des facteurs capital et travail, et d'acquérir des parts de marché.

Au-delà des facteurs liés à l'évolution du monde économique et exogènes aux firmes, tels que la globalisation des marchés, l'avènement d'une concurrence mondiale ou le phénomène de la déréglementation, la littérature évoque une multitude de motivations stratégiques à la croissance externe. Nous en avons relevé cinq principales. Dans la réalité, plusieurs d'entre-elles sont souvent avancées par les dirigeants pour justifier d'une opération de fusion-acquisition.

Premièrement, la recherche d'une taille critique sur le marché peut motiver une démarche de croissance externe. L'intention stratégique réside alors dans la volonté de bénéficier des vertus associées à une grande taille sur le marché, telles que le renforcement de sa position

concurrentielle, la réalisation d'économies d'échelle, de gains de productivité et de synergies opérationnelles. Dans la course à la taille que se livrent les entreprises, notamment au sein des industries à forte intensité capitalistique, le recours à la croissance externe s'impose comme un moyen d'atteindre plus rapidement les objectifs. La manœuvre ambitionne alors, le plus souvent, un accroissement du pouvoir de marché qui se traduit par un meilleur pouvoir de négociation avec les parties prenantes de l'activité : les clients (prix de vente), les fournisseurs (prix des matières premières), les concurrents (règles du jeu concurrentiel), etc. Comparativement aux gains marginaux associés à la croissance interne, la croissance externe présente l'avantage majeur de réaliser de nets gains de parts de marché.

Deuxièmement, certaines fusions-acquisitions trouvent leur origine dans la volonté d'opérer un recentrage sur le métier de base de l'entreprise. Ceci conduit les dirigeants à envisager la cession des activités situées en dehors du périmètre du métier cœur de l'entreprise et, par ailleurs, l'acquisition ou la fusion avec des entreprises spécialisées sur ce métier. Il s'agit donc d'opérations entre des firmes concurrentes, c'est-à-dire des firmes présentes sur le même marché et servant les mêmes clients. A l'inverse, et cela constitue le troisième déterminant, la croissance externe peut être motivée par une stratégie de diversification. L'entreprise cherche alors à réduire les risques résultant d'une activité mono-sectorielle. La présence sur d'autres marchés présentant des opportunités de croissance, que ce soit en termes de produits ou en termes géographiques, justifie le rapprochement avec une autre firme.

Quatrièmement, la croissance externe peut être la conséquence directe d'une volonté de protéger un *leadership* sur le marché, par exemple en évitant d'être soi-même la cible d'une OPA. Dans ce cas, la firme envisage la croissance externe pour éviter d'être la cible éventuelle des autres concurrents du marché. Indirectement, apparaissent alors les éléments liés à la recherche d'un pouvoir de marché renforcé, notamment le fait de dépasser les inconvénients associés à la croissance organique en termes de délais.

Enfin, le cinquième déterminant réside dans l'acquisition, par l'entreprise, d'un actif jugé stratégique, comme par exemple un savoir-faire technique, une base de connaissances ou une unité de production sur un marché que les dirigeants souhaitent pénétrer (Teece, 1982 ; Capron *et al*., 1998). A nouveau, la croissance externe permet de réaliser plus rapidement des ambitions stratégiques que ne le permet la création nette d'actifs. Le mouvement croissant d'internationalisation dont témoigne aujourd'hui la plupart des industries suggère que ce déterminant joue un rôle de premier plan dans l'expansion géographique des firmes. La fusion ou l'acquisition d'une entreprise implantée sur le marché local autorise la firme prédatrice à

pénétrer un nouveau marché en bénéficiant de ressources et compétences préexistantes et de limiter les différents risques associés à tout nouveau territoire stratégique. Dans la réalité des affaires, les opérations peuvent répondre simultanément à plusieurs de ces cinq déterminants.

1.1.3. Les freins de la croissance externe

Parallèlement à ces facteurs incitatifs, les firmes se trouvent exposées à certaines contraintes constituant des freins aux opérations de rachat. Parmi ces freins, on trouve la crainte d'être confronté à des obstacles culturels et organisationnels, la perte de flexibilité stratégique sur le marché, l'opposition des conseils d'administration craignant une perte de pouvoir, ou l'intervention des autorités de la concurrence, chargées de limiter la concentration économique.

Par ailleurs, la littérature liant finance et stratégie met en avant la notion de « *slack* » financier qui est une composante forte de la définition de la stratégie, sur laquelle les dirigeants communiquent peu et qui pourtant contraint fortement leur marge de manœuvre financière. Difficile à évaluer, cet excédent de ressources d'une entreprise qui dépasse celles nécessaires à la satisfaction de ses opérations courantes et lui permet de réagir à des environnements incertains, est généralement affecté aux projets de recherche et développement, au fonds de roulement ou aux dividendes. Selon Chakravarthy (1986), les firmes qualifiées d'excellentes sont d'ailleurs celles qui disposent non seulement d'une forte rentabilité et valeur de marché, mais également de réserves financières conséquentes. Or, l'utilisation d'une partie de ses fonds, sous forme d'actifs financiers liquides (disponibilités) ou de capacité d'endettement, pour le paiement d'une acquisition externe réduit considérablement son aptitude à faire face à des modifications du secteur concurrentiel et augmente ainsi son risque intrinsèque.

Le modèle de Myers et Majluf (1984), repris notamment par Hyafil (2001), montre que les dirigeants renoncent à des augmentations de capital nécessaires au financement d'investissements rentables en l'absence de *slack*. En effet, le marché n'accepte pas d'être appelé uniquement dans ce type d'opération risquée, ce qui conduit les firmes à manquer des opportunités de croissance et envoyer un signal négatif supplémentaire à leurs partenaires. D'après Bruner (1988), les acquéreurs sont ainsi moins endettés et bénéficient d'un *slack* financier plus élevé que la moyenne de l'échantillon de contrôle. Cette contrainte est enfin prise en compte par les agences de notation financière dont nous allons à présent justifier l'existence, préciser le fonctionnement et montrer l'impact financier.

1.2. La notation financière (« *rating* »)

1.2.1. Justification théorique

Nous allons d'abord mobiliser les théories de l'économie d'information pour les appliquer au cas des agences de notation. En effet, l'un des problèmes fondamentaux rencontré par les marchés financiers, dans la connaissance de la qualité de crédit d'entreprises appelées émetteurs proposant à des investisseurs de souscrire à leurs emprunts obligataires, concerne la notion d'asymétrie d'information présentée par Akerlof (1970) sur le marché des « *lemons* ». Ainsi, l'emprunteur connaît en principe les composantes de son projet et les risques financiers qui lui sont attachés, alors que le prêteur dispose uniquement des informations que l'emprunteur accepte de lui communiquer. En outre, ce dernier n'a pas forcément les moyens, le temps et l'expertise pour analyser ces informations de façon pertinente et en demander d'autres le cas échéant. Cette situation est caractéristique d'un cas de sélection adverse dans la mesure où les investisseurs placés sur le marché obligataire ne connaissent pas la situation financière réelle de l'entreprise émettrice. A l'instar du comportement des salariés décrit par Spence (1973) sur le marché de l'emploi, ou par Rotschild et Stiglitz (1976) sur celui de l'assurance, les agences de notation vont, pour le compte de l'entreprise émettrice, envoyer un signal sous forme d'une note à long terme et à court terme ainsi qu'une perspective attachée à chaque note. Ces signaux constituent des données supplémentaires fournies aux investisseurs sur le risque de défaut de remboursement, qui conduisent finalement à une réduction de l'asymétrie d'information et à une amélioration de l'efficience du marché obligataire. Les investisseurs disposent alors d'informations fiables pour évaluer le risque de chaque entreprise, et ils vont être en mesure de composer leur portefeuille obligataire en fonction de leur degré d'aversion au risque et des rendements globaux attendus.

De plus, si l'on se place du coté des investisseurs détenant au préalable du changement de rating des obligations ou des actions, alors il existe un problème d'agence dans le sens de la définition de Jensen et Meckling (1976) entre obligataires et actionnaires, en faisant l'hypothèse que les dirigeants opèrent dans l'intérêt des actionnaires. Toute réduction de la valeur d'une obligation est considérée comme une expropriation des obligataires au profit des actionnaires puisque la dette remboursée à un coût moindre augmentera les bénéfices.

1.2.2. Critères d'analyse

Les critères d'analyse s'adaptent en fait à la nature de chaque émetteur : entreprise industrielle, établissement financier, ou secteur public. Néanmoins, les notes des entreprises

prennent toujours en considération des critères quantitatifs et qualitatifs portant sur la qualité de l'émetteur au travers du risque industriel et du risque financier selon De Polignac (2002).. Le risque industriel constitue en effet la base de l'analyse d'une entreprise car il fait varier les niveaux de risques financiers compatibles avec une note donnée. Pour cela, les analystes évaluent d'abord le risque sectoriel avant de déterminer la position concurrentielle de l'entité notée. Le risque financier est également central car la note finale reste avant tout une note de risque de crédit attachée à la probabilité de remboursement du capital et des intérêts des dettes d'une firme. Pour l'évaluer, les agences vont analyser les données comptables, la flexibilité financière (*slack* financier), la politique financière, et réaliser une analyse financière reposant notamment sur l'importance des dettes financières totales à long terme et à court terme.

L'agence de notation Fitch précise dans sa méthodologie de notation des entreprises les principaux facteurs pris en compte dans le cadre de l'évaluation d'un rachat (cf. encadré)

Encadré : Croissance externe et notation

1. L'expérience du management ; certaines équipes ont prouvé leur capacité à intégrer de nouvelles sociétés.
2. La taille de l'acquisition : les difficultés d'intégration et l'impact sur la structure financière varient sensiblement en fonction de la taille de l'acquisition.
3. Les caractéristiques du secteur : dans certaines configurations sectorielles, la croissance par acquisitions est plus sûre que la croissance interne. Lorsqu'une industrie arrive à maturité, la création de nouvelles capacités peut exercer une pression baissière sur les prix.
4. La valeur stratégique des actifs acquis : plus la valeur stratégique de l'actif est grande, plus elle compensera le risque inhérent à l'intégration des deux structures.
5. Le mode de financement retenu : l'agence examine la part des capitaux propres et des dettes dans le financement de l'acquisition et son impact sur la structure financière de l'acquérante.

1.2.3. Échelles de notation

Une émission peut se voir attribuer une note assez différente de celle de son émetteur. En fonction de la durée initiale de la dette émise (moins d'un an ou plus d'un an), les agences attribuent une note à court terme (CT) ou à long terme (LT). Les notes à long terme vont de "AAA" pour la meilleure à "BBB" dans la catégorie investissement, et de "BB" à "D" pour la plus mauvaise appelée catégorie spéculative. Il existe un tableau d'équivalence entre les notes des trois principales agences mondiales Standard and Poor's, Fitch et Moody's, ainsi que des tableaux de correspondance entre les notes court terme (CT) et long terme (LT).

Outre les changements de note proprement dit, les agences peuvent mettre l'entreprise sous surveillance (*rating watch*) et signaler alors qu'un événement particulier est susceptible d'entraîner une modification de la note dans un délai rapproché, généralement dans les trois

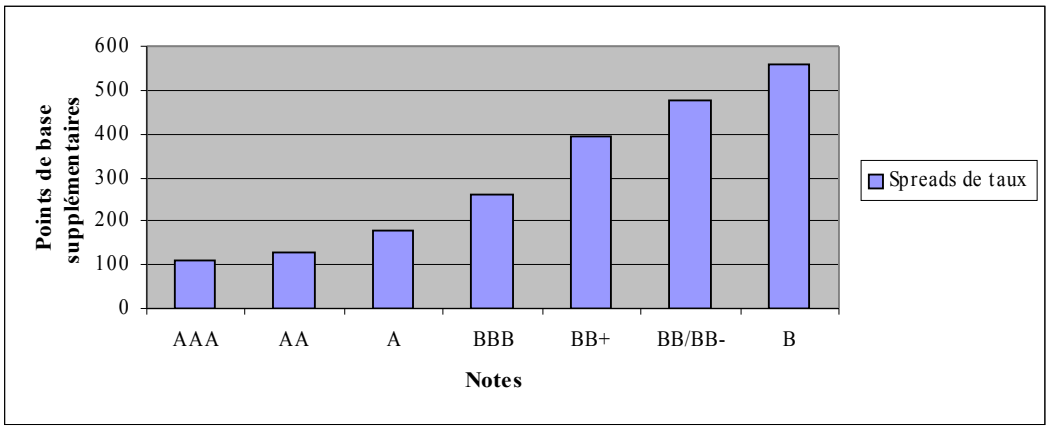
mois. La surveillance peut avoir une implication positive, négative ou indéterminée (évolutive ou neutre) selon la nature de l'événement. Cette procédure est utilisée lorsqu'un fait susceptible d'induire une modification de note se produit comme la tentative de prise de contrôle de Dofasco par ThyssenKrupp que nous allons étudier. La note est suspendue et l'agence procède à une évaluation de l'impact de l'événement, puis rend publique la nouvelle note qui peut être différente ou non de son niveau avant la mise sous surveillance.

1.2.4. Impacts des changements de *rating*

L'effet d'une notation sur le *spread* de taux des obligations, c'est-à-dire le surcoût de financement de taux d'intérêt exigé de la firme par rapport à l'emprunt d'Etat, a été l'objet de nombreuses études empiriques dont celles de Hand *et al*. (1992). Alexandre et Merli (2003) ont réalisé une étude pour le marché français qui confirme que la discrimination ne s'opère en fait qu'entre trois grandes classes de notes regroupant toutes les notes des agences.

La figure 1 montre que le risque de crédit constitue ainsi l'élément déterminant de la fixation des taux d'intérêt à l'émission d'une dette, et ensuite sur le marché secondaire. Le graphique prend comme référence l'émission d'une obligation d'état américaine (Treasury) à dix ans à un taux de 5,10%. Les chiffres correspondent aux points de base par rapport à cette obligation pour des sociétés industrielles américaines en fonction de leur note.

Figure 1 : Spreads de taux en fonction du rating



Ainsi, le taux d'intérêt que doit payer un émetteur "AAA", meilleure note dans la catégorie investissement, est de 110 points de base au-dessus du titre d'état américain sans risque, soit 6,20% (5,10% + 1,10%), alors qu'un émetteur noté "BB+", soit le cran le plus élevé dans la catégorie spéculative, devra payer 9,06%, soit 2,86 % de plus qu'un émetteur "AAA".

Par ailleurs, en ce qui concerne l'impact de la notation sur les cours de bourse, des travaux sur le marché américain de Holthausen et Leftwich (1986) jusqu'à ceux plus récents de Iankova *et al.* (2006) sur le marché européen, toutes les études d'évènements ont conduit aux mêmes résultats. Il existerait ainsi une asymétrie de réaction des marchés boursiers aux modifications de *rating*, à savoir que le cours boursier diminue en cas de baisse de note, alors que la réaction est nulle en cas d'annonce neutre ou positive.

La première raison qui justifie cette évolution à la baisse réside dans l'information diffusée aux marchés par les dégradations. Selon Ederington *et al*. (1987), bien que leur objectif initial soit de fournir une indication sur la qualité de crédit d'un émetteur de titres obligataires, les notes des agences auraient un contenu informationnel plus important que le cours des actions en intégrant les informations non connues des analystes boursiers. En effet, l'analyse réalisée par l'agence en collaboration avec les dirigeants de l'entreprise inclut des données non publiques prises en compte indirectement par les acteurs des marchés boursiers, et qui conduiraient à des variations de cours des actions de la firme si l'on admet la forme semi-forte d'efficience des marchés financiers énoncée par Fama (1965) qu'il a repris dans sa nouvelle classification dans la catégorie études d'évènements dans Fama (1991).

La seconde raison invoquée a pour origine les coûts supplémentaires imposés par les dégradations affectant la firme. En effet, la modification des conditions de financement (hausse des *spreads* de taux, clause de remboursement immédiate) induites par la notation entraîneraient en cascade les conséquences suivantes dans le cas d'une baisse de note :

- Augmentation des frais financiers (intérêts) et donc des charges fixes augmentant le point mort de l'entreprise
- Elévation du risque à cause des bénéfices plus volatils
- Hausse du coefficient de risque β spécifique au secteur et corrigé de la structure financière de l'entreprise
- Accroissement du coût des capitaux propres selon la relation du MEDAF[1]
- Impact négatif sur le potentiel de croissance de la firme
- Diminution de la valeur de la firme sur les marchés se traduisant par baisse du cours boursier
- Impact sur la création de valeur actionnariale pouvant aboutir à une destruction de valeur.

[1]Selon le MEDAF : Coût des capitaux propres = Taux intérêt sans risque + (prime de risque x coefficient β)

2. ELEMENTS METHODOLOGIQUES

2.1 UNE ÉTUDE DE CAS

Afin d'éclairer l'influence des agences de notation financière sur les stratégies de croissance externe des entreprises, nous avons eu recours à une étude de cas. Elle s'impose comme une stratégie de recherche appropriée, en raison du caractère inédit de la question de recherche. Il s'agit, en effet, d'explorer le rôle joué par un « nouveau paramètre » dans les modalités de fusions-acquisitions des entreprises. Par ailleurs, l'étude de cas est jugée pertinente lorsque l'objectif poursuivi réside dans une compréhension du phénomène (Wacheux, 1996) et lorsque plusieurs dimensions sont difficilement dissociables les unes des autres (Eisenhardt, 1989 ; Yin, 1994). Notre recherche répond à ce double critère d'exploration d'une question inédite et de multidimensionnalité de l'objet (financière, industrielle, stratégique).

S'agissant d'une nouvelle piste de recherche croisant les champs disciplinaires de la stratégie et de la finance, nous avons choisi d'investir un cas empirique unique, sélectionné pour ses propriétés par rapport à notre objet de recherche. Le secteur sidérurgique mondial offre cette opportunité au travers de la confrontation que se sont livrés le français Arcelor et l'allemand ThyssenKrupp, pour la prise de contrôle du canadien Dofasco. En effet, les deux aciéristes européens sont entrés, entre la fin de l'année 2005 et le début de 2006, dans une escalade concurrentielle pour le rachat de la majorité des titres de Dofasco.

L'intérêt de ce cas empirique se situe à plusieurs niveaux. Tout d'abord, le contexte sectoriel de l'acier présente, depuis quelques années, une tendance à favoriser les stratégies de croissance externe, notamment en raison d'une course à la taille critique entre les principales firmes du secteur. Ensuite, le cas particulier de Dofasco s'impose comme un enjeu stratégique majeur pour les firmes européennes, soucieuses de pénétrer le marché américain. Enfin, sur le plan financier, les agences de notation, et en premier lieu Standard & Poor's, ont joué un rôle de premier plan dans la tournure des événements. Le cas empirique sélectionné doit donc nous permettre d'illustrer le rôle joué par cette partie prenante, et de discuter des implications stratégiques et financières qui en découlent pour les entreprises concernées.

Le traitement du cas s'appuie exclusivement sur des données de nature secondaire, à la fois quantitatives et qualitatives qui ont permis de retracer les événements de manière longitudinale et de croiser des sources diverses reconnues pour leur validité externe et leur objectivité. Au delà de ce choix assumé de travailler sur des données secondaires, il nous semble important de relever que des entretiens des différents protagonistes se seraient heurtés,

indépendamment des problèmes majeurs de collecte de l'information, à deux limites spécifiques à notre question de recherche. D'une part, les dirigeants de groupes mondiaux ont jusqu'à présent toujours refusé de reconnaître officiellement leur perte de pouvoir dans les décisions stratégiques de leur entreprise lié au poids croissant des agences de notation. Ils préfèrent évoquer un nouvel examen de la situation ou un changement contextuel pour justifier le revirement de leur position. D'autre part, les analystes des agences sont contraints par un devoir de confidentialité quant aux déterminants justifiant leur décision au-delà du communiqué officiel, et ce, y compris vis à vis des dirigeants de l'entreprise qu'ils évaluent.

Les données secondaires sont d'abord issues des archives de la presse économique et financière telle que Reuters, Dowjones Newswires, La tribune, Les échos, ou encore La Presse Canadienne. Elles ont été obtenues à partir de la base de données Factiva grâce à une recherche par mots-clés (Dofasco, ThyssenKrupp, acier, etc.) au cours des années 2004 à 2006, et complétées par les études Xerfi portant sur le secteur de la sidérurgie.

L'identification des modifications de *rating* de ThyssenKrupp a été réalisée grâce à la consultation de la base de données financières Bloomberg dont la fonction RATC fournit l'historique des changements de notation à court terme et/ou long terme, des changements de perspective et des mises sous surveillance. La recherche a été réalisée à partir du nom de l'entité (ThyssenKrupp) pour la période allant de janvier 1980 à juin 2006. Les cours boursiers de fin de séance corrigés des dividendes de ThyssenKrupp et l'indice boursier allemand DAX 30 correspondant nécessaires au calcul des rentabilités anormales ont été récupérés à l'aide de la base de données financière Datastream pour la période couvrant 240 jours de bourse avant et 10 jours de bourse après chaque changement identifié.

Les informations relatives aux communiqués de presse, à la structure financière et aux résultats des différents protagonistes ont été obtenues grâce à leurs rapports annuels, et en particulier leurs rapports financiers, téléchargés en ligne directement sur le site Internet de chaque entreprise. La lecture du matériau secondaire nous a ainsi permis de rassembler les informations nécessaires à une compréhension des enjeux du secteur de l'acier, de caractériser les différents protagonistes de « l'affaire Dofasco » et de reconstituer la chronologie des événements.

2.2. L'ÉTUDE D'ÉVÉNEMENT

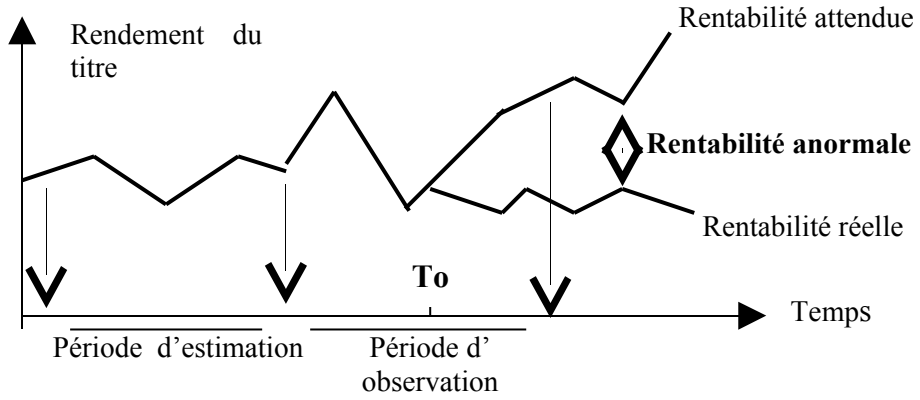
Afin de renforcer l'argumentation relative à l'influence des agences de *rating*, nous avons procédé à des études d'évènements relatives aux mises sous surveillance de ThyssenKrupp

pendant la période de l'étude de cas. Celles-ci visent à déterminer si une rentabilité anormale peut être révélée, c'est-à-dire si la modification de sa note d'émetteur a eu un impact direct et significatif sur son cours boursier.

2.2.1. Définition et objectifs

Les études d'événements ont été mobilisées pour la première fois par Ball et Brown (1968) et Beaver (1968). Elles ont fait l'objet d'un guide méthodologique, proposé par Dumontier et Martinez (2000). Cette approche consiste à calculer les variations de prix induites par les cessions ou les acquisitions de titres. Notre étude mesure l'écart (ou rentabilité anormale) entre le cours du titre et un cours espéré calculé sur la base de l'historique de la valeur autour de la date de l'événement. La figure 2 illustre le cas d'un événement intervenu à la date To se traduisant par une rentabilité anormale négative. En effet, à partir de To, la rentabilité réelle observée est inférieure à la rentabilité attendue déterminée à partir des cours historiques sur la période d'estimation.

Figure 2 : Mise en évidence de la rentabilité anormale



2.2.2. Etapes de la méthodologie

L'identification de la date de l'événement est d'abord fondamentale car elle conditionne la réussite de l'étude. En pratique, la date retenue est généralement celle de la première annonce publique de l'événement obtenue en ce qui nous concerne par les historiques des bases de données de chacune de agences ou la fonction RATC de la base Bloomberg. En ce qui concerne le choix de la période étudiée, le fait de retenir la date de la première annonce publique n'est pas toujours satisfaisant dans la mesure où des informations privées peuvent être divulguées avant cette annonce, entraînant une réaction anticipée de certains investisseurs. En outre, il peut exister un temps de réaction du marché pour assimiler l'annonce. En conséquence, l'étude doit être réalisée sur une période de plusieurs jours autour

de la date de l'événement. Dans notre cas, compte tenu du fait que ThyssenKrupp se trouve concerné par un nombre assez élevé d'événements autour de la date de l'annonce de l'agence, deux fenêtres d'événement très courtes ont été retenues : [-1 ;+1] et [-1 ;+3] jours de bourse.

Les variations de cours imputables à l'annonce étudiée doivent être isolées en tenant compte du fait que les cours des titres auraient de toute manière probablement varié même si l'événement n'avait pas eu lieu. Pour cela, il faut définir une norme à laquelle les rentabilités enregistrées au moment de l'événement seront comparées afin de mesurer les rentabilités anormales. Nous avons utilisé la rentabilité attendue du titre i donnée par le modèle de référence appelé modèle de marché reposant sur l'équation suivante : $Rit^* = \alpha i + \beta i\ Rmt + \varepsilon it$ avec αi = intersection de la droite de marché ; βi = coefficient bêta du titre i ; Rmt = Rentabilité du marché en t ; εit = erreurs aléatoires. Les paramètres ont été estimés sur les 240 jours précédant la période d'observation, et l'indice de marché utilisé est le DAX 30 issu des 30 principales valeurs du marché boursier allemand de Francfort (dont ThyssenKrupp) représentant 70% du total de sa capitalisation boursière.

Pour chaque titre i et chaque date t de la période d'observation, une rentabilité anormale RAit est obtenue ici à partir d'un programme de calcul réalisé sur Excel Visual Basic qui reconstitue la valeur du coefficient βi avant de procéder au calcul des rentabilités anormales :

$RAit = Rit - Rit^*$ avec Rit : Rentabilité observée du titre i à la date t
et Rit^* : Rentabilité attendue du titre i à la date t

Pour intégrer les éventuelles anticipations faites par les marchés et mesurer si l'impact de l'annonce est réparti sur plusieurs jours, nous avons enfin calculé à l'aide d'une fonction somme sur tableur les Rentabilités Anormales Cumulées (RAC) ainsi définies :

$RACit = \Sigma t/k=1\ RAik$ avec RAik : Rentabilité anormale du titre i à l'instant k

3. LE CAS D'ARCELOR ET THYSSENKRUPP POUR LE RACHAT DE DOFASCO

3.1. Le contexte sectoriel

Le secteur de l'acier s'inscrit dans l'industrie de la métallurgie, à savoir la production et la première transformation des métaux. Les entreprises sidérurgiques fournissent des produits bruts avant transformation ou semi-finis (profilés, barres, fils, etc.). Leurs principaux clients sont les constructeurs automobiles, et les acteurs du secteur des transports, de la construction mécanique, de l'électroménager, de l'emballage et de la construction. En France, le secteur de

la sidérurgie représentait en 2005 un CA de 15.4 milliards d'€, dont plus de la moitié était réalisé à l'export. Pour l'année 2006, la production mondiale d'acier est estimée à 1.15 milliard de tonnes. Le secteur connaît une forte croissance (+45% entre 1994 et 2004 ; source : Xerfi), notamment impulsée par l'émergence de nouveaux marchés tels que la Chine.

Jusqu'à présent, et contrairement aux producteurs de matières premières (minerai, ferraille, etc.) très atomisés, le secteur de la transformation en acier est marqué par sa nature très fragmentée. En effet, les deux *leaders* mondiaux, Mittal Steel (Inde/Pays-Bas) et Arcelor (France), possédaient chacun seulement 12% du marché en janvier 2006, et les dix premiers représentaient à peine 30% de la production mondiale. Les récentes évolutions du secteur témoignent toutefois d'un mouvement généralisé de croissance externe entre des partenaires internationaux. Le tableau 1 synthétise les informations relatives à la vague de fusions-acquisitions, hostiles ou amicales, qu'a connu le secteur entre 1997 et la fin de l'année 2005.

Tableau 1 : Principales fusions-acquisitions dans l'acier

Cible	Acheteur	Valeur (mds €)	Année
NKK Corp. (Japon)	Kawasaki Steel (Japon)	10.7	2001
LNM Holdings (Pays-Bas)	Ispat Intl. (Pays-Bas)	10.1	2004
Krupp AG (Allemagne)	Thyssen (Allemagne)	6.3	1997
International Steel (USA)	Mittal Steel (Pays-Bas)	3.6	2005
Kryvorizhstal (Ukraine)	Mittal Steel (Pays-Bas)	3.6	2005
Hoogovens (Pays-Bas)	British Steel (GB)	3.4	1999
Arbed (Luxembourg)	Usinor (France)	2.3	2001

Source : données secondaires

La première raison justifiant de tels regroupements est qu'il s'agit d'une industrie « de base » qui se démarque par une dimension fortement capitalistique. Aussi, d'un point de vue stratégique, l'obtention d'une taille critique sur un marché, devenu mondial, s'impose comme un facteur clé de succès incontournable. Deuxièmement, le secteur de l'acier est réputé très cyclique ce qui, pour les firmes, suppose la prise de décision dans un contexte de forte incertitude. En particulier, les fortes variations au niveau du prix de l'acier et des matières premières incitent les gros producteurs à rechercher une certaine maîtrise des prix de vente. Ainsi, quelques firmes réduisent leur production afin de maintenir un cours élevé et d'éviter des phénomènes de « surstockage » des entreprises pour se prémunir des hausses de cours des matières. La croissance externe satisfait cet objectif, dans la mesure où un fort pouvoir de marché, issu d'une grande capacité au niveau mondial, confère à la firme un rôle central dans la fixation des prix. Troisièmement, l'apparition de nouvelles économies, comme la Chine, crée un déficit en termes de capacités mondiales et, simultanément, une crainte de surcapacité

dans le secteur de la sidérurgie en raison de la montée en puissance des aciéristes chinois. Pour les producteurs historiques, l'arrivée de ces concurrents appelle des opérations de rapprochement en vue de répondre aux enjeux d'un marché mondial sur lequel la possession d'un volume important de ressources et compétences devient de plus en plus stratégique.

En synthèse, les mouvements de croissance externe, observés dans le secteur de l'acier, servent un objectif de consolidation du secteur, en vue de mieux gérer les aléas de la demande, un marché mondialisé et l'arrivée de nouveaux producteurs – chinois notamment.

3.2. Les forces en présence

Nous présentons d'abord les profils des trois protagonistes du cas étudié au moment des faits à la fin de l'année 2005. Créé en 2002, suite à la fusion entre Aceralia (Espagne), Arbed (Luxembourg) et Usinor (France), Arcelor était le 2ème producteur mondial d'acier en volume, derrière le groupe indou-néérlandais Mittal Steel. Arcelor emploie 96 000 personnes dans plus de 60 pays. ThyssenKrupp, quant à lui, est né en 1999 de la fusion entre les sociétés Thyssen et Krupp. Ce conglomérat allemand, très diversifié (670 activités), réalise 22% de son chiffre d'affaires dans l'acier et emploie, dans cette division, 46 000 salariés. ThyssenKrupp est le dixième producteur d'acier au niveau mondial. Enfin, le canadien Dofasco est le 1er producteur d'acier au Canada. Créé en 1912 et employant 7 400 salariés, Dofasco se classe au 57ème rang mondial sur le marché de l'acier. Le tableau 2 offre un comparatif de l'activité et de la performance des trois entreprises.

Tableau 2 : Comparatif des trois sidérurgistes

	Arcelor	**ThyssenKrupp**	**Dofasco**
Nationalité	Français	Allemand	Canadien
Chiffre d'affaires 2005 (milliards d'€)	32.6	42.1	4.0
Résultat net 2005 (milliards d'€)	4.3	1.02	0.15
Production d'acier (millions de tonnes)	47	17	4.5

Source : rapports annuels 2005

Par ailleurs, deux des trois grandes agences mondiales de notation ont joué un rôle majeur dans le dénouement du rachat. *Leader* sur le *rating* entreprise, Standard and Poor's est née de la réunion en 1974 de deux spécialistes de l'information, Poor's Publishing fondé en 1860, et Standard Statistics Bureau crée en 1906, puis a été acquis par le groupe McGraw-Hill en 1966. Sa partie notation emploie désormais plus de 1 800 personnes dont environ 350 en Europe dans 21 bureaux différents. Elle gère la notation de 2 200 émetteurs en Europe dont

400 en France, plus de 70 000 émissions obligataires, 26 000 opérations de titrisation, 20 000 collectivités locales, et 18 600 sociétés dans le monde.

Seconde agence très active au cours des évènements, Fitch est une filiale à 100 % du groupe français de Marc de Lacharière Fimalac. Elle résulte de rapprochements successifs de structures de taille moyenne parmi lesquelles l'agence britannique Ibca, l'agence américaine Fitch Investors Services, Duff and Phelbs ou encore Thomson Bankwatch et Asset Management Rating en 2000. Elle procède actuellement à la notation de 1 200 entreprises, 1400 assureurs et réassureurs, 1 600 banques et institutions financières, ainsi que 45 000 collectivités locales et 89 Etats souverains. Fitch, qui emploie plus de 1 500 salariés dans le monde, se définit souvent comme la seule agence européenne.

3.3. Le rappel des faits

La bataille entre Arcelor et ThyssenKrupp autour du rachat de Dofasco est résumée, date après date, dans l'encadré ci-dessous.

Encadré : La chronologie des événements

- **27 mai 2005 :** Dofasco rejette une proposition de rachat par Arcelor et le sidérurgiste américain Nucor (« mariage à trois ») au prix de 43 dollars canadiens par action (2.4 milliards d'€),
- **10 novembre 2005 :** Dofasco refuse la même proposition dans une fourchette de 52 à 55 dollars canadiens (2.9 à 3.1 milliards d'€).
- **23 novembre 2005 :** Arcelor lance une OPA hostile sur Dofasco à 56 dollars canadiens par titre.
- **28 novembre 2005 :** ThyssenKrupp annonce une contre-offre amicale soutenue par la direction de Dofasco à 61.5 dollars canadiens par action (3.6 milliards d'€),.
- **29 novembre 2005 :** Fitch place les notes de ThyssenKrupp sous surveillance négative en précisant une dégradation potentielle limitée à un cran en cas de rachat effectif.
- **23 décembre 2005 :** Arcelor relève son offre à 63 dollars canadiens (3.6 milliards d'€).
- **3 janvier 2006 :** ThyssenKrupp s'aligne sur l'offre d'Arcelor en proposant également 63 dollars canadiens et conserve le soutien « unanime » de la direction de Dofasco.
- **14 janvier 2006 :** ThyssenKrupp relève la mise et offre 68 dollars canadiens (3.9 milliards d'€).
- **16 janvier 2006 :** Arcelor propose 71 dollars canadiens par titre (4.1 milliards d'€). Standard & Poor's place ThyssenKrupp sous surveillance négative et indique un risque de passage en catégorie spéculative (junk bonds) s'il augmente son offre et si la charge financière supplémentaire n'est pas compensée par un plan de désendettement.
- **23 janvier 2006 :** ThyssenKrupp annonce qu'il ne relèvera pas son offre sous la pression des agences de crédit.
- **24 janvier 2006 :** Fitch et Standard & Poor's mettent fin à la surveillance négative ThyssenKrupp.
- **27 janvier 2006 :** Mittal lance une OPA sur Arcelor et propose à ThyssenKrupp de lui céder Dofasco à 68 dollars canadiens (3.9 milliards d'€) s'il parvient à racheter Arcelor. Fitch et Standard & Poor's réagissent immédiatement en placant à nouveau ThyssenKrupp sous surveillance négative.

4. ANALYSE ET TRAITEMENT DU CAS

4.1. Analyse stratégique

La bataille entre les deux aciéristes européens pour le rachat de Dofasco offre une illustration de plusieurs motivations à la croissance externe exposées lors de la partie conceptuelle. En effet, le rachat du canadien Dofasco présentait pour Arcelor et ThyssenKrupp plusieurs intérêts stratégiques. Le traitement des données issues des sources secondaires révèle quatre motivations stratégiques associées au rachat de Dofasco.

La première d'entre-elles réside dans la volonté d'Arcelor et de ThyssenKrupp d'accroître leur degré de diversification géographique, et notamment renforcer leur présence, jusqu'alors très limitée (estimée à 1% pour Arcelor), sur le territoire nord-américain. Arcelor ambitionne ainsi de réaliser 50% de son chiffre d'affaires hors d'Europe à l'horizon 2010. Dans cette perspective, le rachat de Dofasco présente l'opportunité d'accéder directement au marché américain et, en particulier, les débouchés relatifs au secteur automobile. Concrètement, pour Arcelor, l'objectif poursuivi consiste à capter 20% du marché mondial automobile contre 15% actuellement. Le premier intérêt stratégique pour les aciéristes européens est donc lié au besoin de disposer d'une plate-forme pour pénétrer le territoire américain, considéré comme une priorité stratégique dans un contexte industriel mondialisé.

En lien avec la pénétration du marché américain, la deuxième motivation stratégique s'incarne dans la recherche d'un effet taille et d'un renforcement de la position concurrentielle. La bataille entre Arcelor et ThyssenKrupp s'inscrit dans le contexte général déjà évoqué de course à la taille critique sur le secteur de l'acier. Ainsi, le rachat de Dofasco permettrait à Arcelor de se positionner comme le numéro deux mondial, avec plus de 50 millions de tonnes d'acier, derrière le groupe indien Mittal, alors que ThyssenKrupp passerait de la 10ème à la 6ème place mondiale. Indirectement, la volonté de racheter Dofasco s'explique aussi chez les deux sidérurgistes européens par une volonté d'augmenter leur poids sur le marché et d'éviter de constituer eux-mêmes des cibles éventuelles pour les groupes prédateurs tels que le *leader* Mittal Steel. L'effet taille permet enfin de renforcer le rôle de gendarme au sein du secteur, de limiter l'incertitude associée au prix de l'acier et d'exercer un contrôle plus fort sur le prix des matières premières.

La troisième motivation stratégique résulte de l'effet taille et présente un caractère récurrent dans les opérations de fusions-acquisitions. La recherche de synergies opérationnelles s'impose, en effet, comme une priorité pour les aciéristes, confrontées à de nouvelles formes de concurrence, notamment au travers de la montée en puissance des producteurs chinois. La réalisation d'économies d'échelle et de gains de productivité associée à la prise de contrôle de Dofasco justifie ainsi, pour partie, la lutte que se sont livrées Arcelor et ThyssenKrupp. Du

point de vue d'Arcelor, les synergies d'intégration attendues du rapprochement étaient estimées à plus de 90 millions d'€. Les synergies opérationnelles attendues sont toutefois à relativiser si l'on considère la présence encore marginale d'Arcelor et de ThyssenKrupp sur le territoire nord-américain.

Enfin la quatrième motivation stratégique concerne les approvisionnements et, plus précisément, l'accès à des ressources stratégiques par l'intermédiaire de Dofasco. L'aciériste canadien possède effectivement un accès privilégié aux matières premières (*i.e.* une réserve de fer estimée à dix ans), objet de convoitise pour les deux producteurs européens. Dans un contexte d'explosion du coût des matières premières, ce stock de ressources constitue la base d'un avantage concurrentiel décisif pour des producteurs d'acier en quête de relais de croissance. En synthèse, le rachat de l'aciériste canadien Dofasco, tant pour Arcelor que pour ThyssenKrupp, répond à de vrais enjeux stratégiques. Par ailleurs, la bataille entre les deux groupes européens s'explique également par la rareté des opportunités de rachat relevant d'un tel intérêt stratégique, mais aussi financier, si l'on considère la réputation dont fait preuve Dofasco en terme de rentabilité.

Tous les indicateurs d'analyse sectorielle et stratégique justifiaient ainsi à différents niveaux l'intérêt de la réalisation de la prise de contrôle de Dofasco par ThyssenKrupp. Même les agences de notation, en particulier Fitch et Standard and Poor's ont reconnu que cette acquisition avait du sens au regard de la diversification géographique et du renforcement de sa position en Amérique du Nord. Néanmoins, l'exposition de ce rachat au secteur de l'acier par essence très cyclique, et aux équipementiers automobiles américains en difficulté (GM et Ford en particulier) ainsi qu'un certain nombre de paramètres financiers relevés par les agences de *rating* semblent avoir influé sur la décision d'abandon de ThyssenKrupp.

4.2 Analyse financière

Nous allons d'abord tenter de mieux cerner l'élévation du risque financier de ThyssenKrupp en évaluant l'impact du rachat de Dofasco à un prix égal à la dernière offre d'Arcelor, soit 4.1 milliards d'€. Cette analyse de la structure financière, basée sur la méthodologie d'analyse décrite par Marion (2004), nous conduira à étudier d'abord l'impact sur le montant de la dette financière nette proprement dite, avant d'évaluer les conséquences sur le niveau de frais financiers (charges d'intérêt). Afin de calculer les incidences sur le niveau d'endettement, nous avons construit trois bilans fonctionnels condensés à partir des informations du rapport financier 2004/2005 de ThyssenKrupp.

Bilan fonctionnel consolidé de ThyssenKrupp au 30/09/05 avant le rachat de Dofasco :

A				
	Actif immobilisé	15.6	Capitaux propres (CP)	9.2
	BFR[2]	1.8	Dettes financières[3]	12.9
	Trésorerie	4.7		
	Total	22.1	Total	22.1

Dette fin. nette
= 12.9 – 4.7
= 8.2 mds €

Bilan fonctionnel consolidé de ThyssenKrupp en cas de rachat par trésorerie :

Actif immobilisé	15.6+4.1=19.7	Capitaux propres (CP)	9.2
BFR	1.8	Dettes financières	12.9
Trésorerie	4.7–4.1=0.6		
Total	36.2	Total	36.2

Dette fin. nette
= 12.9 – 0.6
= 12.3 mds €

Bilan fonctionnel consolidé de ThyssenKrupp en cas de rachat par dette :

Actif immobilisé	15.6+4.1=19.7	Capitaux propres (CP)	9.2
BFR	1.8	Dettes financières	12.9+4.1=17
Trésorerie	4.7		
Total	40.3	Total	40.3

Dette fin. nette
= 17 – 4.7
= 12.3 mds €

Ces états financiers nous montrent que, quel que soit le mode de financement (le recours aux actionnaires par augmentation des capitaux propres a été exclu car il n'a pas été prévu par ThyssenKrupp lors de la préparation de l'opération de prise de contrôle), c'est-à-dire *cash* ou endettement ou un mix des deux, la dette financière nette augmentera du coût final de l'acquisition, soit 4.1 mds d'€. Ainsi, la dette de ThyssenKrupp passerait de 8.2 à 12.3 mds d'€, ce qui constitue une augmentation considérable de 50% alors que, dans la même situation, la dette nette d'Arcelor passerait de 4.5 à 8.6 mds d'€, et attendrait seulement le niveau initial de ThyssenKrupp avant la tentative de prise de contrôle.

En complément d'analyse, nous allons calculer l'élévation du niveau des intérêts des dettes financières. En effet, les études empiriques indiquent que le passage de la catégorie investissement (BBB) à la catégorie spéculative (BB+), ou passage en "*junk bonds*[4]" évoqué par Standard and Poor's à propos de ThyssenKrupp, constitue le palier le plus élevé en terme de *spreads* de taux puisque la différence s'établit à plus de 130 points (ou 1,3%).

Il convient alors de distinguer trois catégories de dettes pour le calcul du surcoût de frais financiers. La première concerne les emprunts obligataires actuels à taux variable dont la valeur nominale chez ThyssenKrupp au 30/09/05 s'élève à 2.8 mds d'€ au taux moyen pondéré de 5.34 % sur une durée moyenne pondérée de 4.83 ans. Deuxième catégorie, les

[2]BFR (Besoin Fonds de Roulement) = Actif circulant (stock, clients ..) – Dettes d'exploitation (fournisseurs ..)
[3]La dette pour pensions de retraite de 7.2 mds € a été classée en dettes financières.
[4]Les junk bonds sont des obligations très risquées dont la note se situe en catégorie spéculative.

emprunts bancaires actuels à taux variable s'établissent à 1.2 milliards d'€ au taux de 3.43 %. Enfin, la dernière catégorie concerne le nouvel emprunt pour l'acquisition de Dofasco à hauteur de 4.1 milliards d'€ dont on considérera par hypothèse qu'il sera financé pour moitié (2.05) par emprunt obligataire et pour moitié par emprunt bancaire.

Ainsi, les charges d'intérêts sur ces emprunts passeraient avant rachat de 0.190 mds d'€[5] à 0.476 mds d'€[6], soit une augmentation de 286 millions d'€ par an, ce qui représente 28% du résultat net de 2005. Si l'on raisonne sur la totalité des frais financiers (y compris ceux sur la dette à taux fixe), celle-ci augmenterait donc de 542 à 828 millions d'€, ce qui modifierait le ratio frais financiers / EBITDA de 15.7% à 24.0 % pour une norme maximum acceptable de 25%. Au sujet de ces renégociations de taux, il est à noter que les prêteurs s'appuient sur des clauses de remboursement anticipé[7] en cas de passage en *junk bonds* qui, dans la pratique, aboutissent à des hausses de taux d'intérêt et de nouvelles garanties cumulées à de nouveaux objectifs de désendettement.

Afin de préciser l'impact sur la structure financière, et de mieux comprendre pourquoi Arcelor n'a pas subi les mêmes pressions que ThyssenKrupp de la part des agences de notation, nous avons calculé un certain nombre de ratios regroupés dans le tableau 3.

Tableau 3 : Comparatif de la structure financière

Ratios d'analyse de la structure financière	**THYSSENKRUPP**		**ARCELOR**	
	Avant rachat	**Après rachat** par dette	**Avant rachat**	**Après rachat** par dette
FR (mds €) = (CP + Dettes financières) – Actif immobilisé	6.5	6.5	8.5	8.5
BFR (mds €) = Actif circulant – Dettes exploitation	1.8	1.8	3.9	3.9
Trésorerie (mds €) = FR – BFR ou montant trésorerie	4.7	4.7	4.6	4.6
Gearing = Dette financière nette / CP	0.9	1.3	0.3	0.5
Niveau minimum CP (%) = CP / Total bilan	25.4	22.8	49.0	44.0
Niveau minimum CP (%) = CP / Actif économique[8] (AE)	52.9	42.8	79.6	67.2
Rentabilité économique (%) = Résultat opérationnel / AE	11.3	9.1	19.8	16.7
Rentabilité financière (%) = Résultat net courant / CP	12.0	12.0	24.3	24.3

En faisant l'hypothèse d'un rachat par endettement à hauteur de 4.1 milliards d'€, et en isolant cet impact, nous constatons qu'il n'y a aucune incidence en terme de BFR, de trésorerie, et de rentabilité financière. Néanmoins, plusieurs éléments semblent avoir joué de manière prépondérante dans l'orientation négative des mises sous surveillance de ThyssenKrupp, et de

[5] 2.8 x 5.34% + 1.2 x 3.43% = 0.190 mds d'€
[6] (2.8 + 2.05) x (5.34% + 1.30 %) + (1.2 + 2.05) x (3.43% + 1.30%) = 0.476 mds d'€
[7] Les clauses de remboursement anticipées basées sur la notation sont appelées "*rating trigger*"
[8] Actif économique = Actif immobilisé + Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

son risque avéré de basculer à nouveau en catégorie spéculative. Nous allons d'abord analyser le ratio d'autonomie financière (ou gearing) qui ne doit pas dépasser 1, c'est-à-dire que les prêteurs n'acceptent pas d'avancer des fonds à un montant supérieur de leurs garanties représentées par les capitaux propres. Or, ce niveau est trois fois moindre chez le sidérurgiste français que chez son homologue allemand qui, avant même le rachat, se trouvait déjà limité en terme de capacité d'endettement à terme et devait se financer en partie par sa propre trésorerie à moins de fournir des garanties supplémentaires.

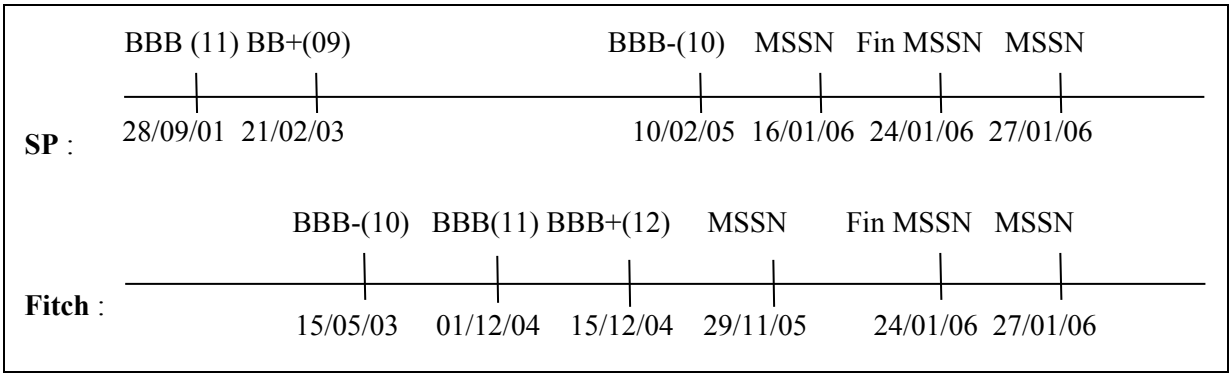
Au niveau de la dette nette, l'écart se justifie par une période commune de désendettement massif de 6 à 7 milliards d'€ de la part des deux entités depuis 2001, mais des échecs de prise de contrôle d'Arcelor l'ont conduit à limiter son endettement contrairement à ThyssenKrupp. En outre, le niveau des engagements de retraites apparaissant en dettes financières est quatre fois moins élevé chez Arcelor grâce à un régime essentiellement à cotisations définies et non à prestations définies comme chez ThyssenKrupp. Au regard des capitaux propres, la situation de ce dernier est très préoccupante, car les seuils minimums de 35% du total du bilan et de 40% de l'actif économique tenant compte du caractère hautement capitalistique du secteur seraient à peine atteints (respectivement 22.8% et 44.8 %). En conséquence, ThyssenKrupp aurait souffert d'une légère insuffisance de fonds propres en cas d'acquisition de Dofasco contrairement à son rival disposant d'un niveau presque deux fois supérieur.

Autre élément clé de l'analyse, le niveau de rentabilité censé couvrir le remboursement de la dette en termes de capital emprunté et d'intérêt. Or, à nouveau, les ratios de ThyssenKrupp sont très inférieurs et traduisent des capacités d'autofinancement trop limitées. Au final, tous ces critères ont pesé trop lourdement sur sa flexibilité financière, c'est-à-dire son aptitude à maintenir sa situation financière en cas d'évolution défavorable de l'environnement. Ainsi, les fortes variations de cours des matières premières évoqués dans les caractéristiques sectorielles nécessitent que l'entreprise puisse faire face à une baisse de ses ventes et/ou de ses marges. Pour cela, elle doit bénéficier de capacités d'endettement supplémentaires et d'une relative indépendance vis à vis de ses prêteurs afin d'éviter une situation de cessation de paiement dont le risque est justement évaluée par les agences de rating. En conclusion, tous les indicateurs financiers convergent pour indiquer une exacerbation de ce risque de faillite en cas d'acquisition effective de Dofasco et pour justifier les mises sous surveillances négatives dont nous allons à présent étudier l'impact sur le cours boursier.

4.3 ETUDE D'EVENEMENTS

Afin de mieux comprendre le contexte des mises sous surveillance liées à la tentative de prise de contrôle de Dofasco par ThyssenKrupp, nous avons réalisé l'encadré ci-dessous retraçant l' évolution des notes de rating de Standard and Poor's (SP) et Fitch.

Encadré : Evolution des notes de crédit à long terme de ThyssenKrupp



Nous avons crée un équivalent sur 20 (indiqué entre parenthèses dans l'encadré) de chaque note de crédit mesurée initialement en lettre afin de faciliter la comparaison des notes. La catégorie investissement regroupe ainsi les notes au dessus de la moyenne, soit de 10 à 20, et la catégorie spéculative les notes de 0 à 9. Il apparaît graphiquement que les notes des agences peuvent différer dans le temps, en principe à la marge, en fonction notamment des dates auxquelles sont réalisées les analyses. Deux évènements ayant eu lieu pendant la période d'étude vont être à présent analysés en détail.

Première annonce, la mise sous surveillance négative (MSSN) de Fitch le 29 novembre 2005 en réponse à la première offre de ThyssenKrupp à 3.6 mds d'€. L'étude d'événement réalisée conduit à une rentabilité anormale de –2.90 % sur la période [-1 ;+1], et de –5.01 % sur la période [-1 ;+3]. La forte réponse du marché boursier confirme les résultats de Heude-Blanc *et al.* (2004) selon lesquels les MSSN produisent les rentabilités anormales les plus fortes (-2.73% en moyenne le jour de l'évènement). Mais, ces annonces dites « contaminées » ne sont le plus souvent pas entièrement imputables aux annonces des agences car elles sont concomitantes avec l'annonce provenant de l'entreprise et justifiant la MSSN. Néanmoins, l'importance de cette réaction s'explique aussi par la potentialité d'une baisse de note de 2 à 3 crans, ce qui conduirait au basculement en catégorie spéculative, les marchés réagissant le plus souvent avant que celui-ce ne soit effectif.

Seconde annonce étudiée, la MSSN de Standard & Poor's le 16 janvier 2006 basée sur le relèvement de l'offre d'Arcelor et l'alignement possible de ThyssenKrupp à 4.1mds d'€. Cet événement semble avoir été décisif puisque ce dernier a indiqué sept jours plus tard son

abandon dans la prise de contrôle de Dofasco. Pour autant, la réaction des acteurs boursiers a été quasiment nulle avec une rentabilité anormale de –0.43 % sur la période [-1 ;+1], et de 0.05 % sur la période [-1 ;+3]. Certes, le passage en *junk bonds* était plus probant que chez Fitch car la note initiale était inférieure (BBB- ou 10, ce qui peut justifier une MSSN plus tardive), et car elle est restée en catégorie spéculative pendant deux ans jusqu'en février 2005, mais les marchés semblent avoir intégré cette élévation du risque et ses incidences lors de la MSSN de Fitch.

Au final, les marchés ont réagi très positivement à l'annonce du non relèvement de l'offre de ThyssenKrupp le 24 janvier 2006, date à laquelle Fitch et SP ont annoncé conjointement la fin de la MSSN et le maintien des notes initiales (rentabilité anormale de + 3.06 % en [0]), mais d'autres événements sont rapidement venus bouleverser cet ordre apparemment établi par la notation. Un an après les faits, le dossier Dofasco vient en effet juste de se clore puisque, pour contrer l'accord du 27 janvier 2006 entre Mittal et ThyssenKrupp, Arcelor a transféré le capital acquis à une fondation hollandaise qui a refusé cette cession promise tout au long de l'année 2006. ThyssenKrupp a maintenu son intention de racheter Dofasco en engageant, une procédure judiciaire contre Mittal, mais sa demande a été rejetée en janvier 2007. Dès lors, ThyssenKrupp a annoncé conjointement l'arrêt de ses démarches (entraînant un relèvement de sa note par Standard & Poor's) et l'accélération d'un projet de construction d'une aciérie aux Etats-Unis pour 2,3 milliards d'€.

CONCLUSION

Notre contribution réside dans la mise en évidence de l'évolution récente de l'influence de la notation sur le comportement des entreprises, alors qu'elle existe depuis le 19ème siècle et n'est donc pas une technique d'évaluation nouvelle en tant que telle. Le fait que les dirigeants soient contraints dans leurs choix stratégiques par la lourdeur de l'endettement ne constitue pas non plus un phénomène nouveau, mais jusqu'à présent les marchés financiers ne pouvaient constater qu'*a posteriori* l'élévation des risques financiers de l'entreprise, et donc de leurs investissements. Aujourd'hui, le *rating*, souvent contesté pour être en retard par rapport aux réactions des marchés financiers, semble trouver toute sa légitimité dans les situations de fusions et acquisitions car les mises sous surveillance permettent de révéler en amont les incidences financières de telles tentatives de prise de contrôle.

Le processus de décision stratégique des entreprises vient donc aujourd'hui de s'enrichir de la notation financière qui dépasse largement le cadre de sa mission initiale en réalisant une analyse complète de la situation de crédit au travers de données quantitatives et qualitatives, publiques et confidentielles. Pour autant, et même si la limite est parfois ténue, les agences ne basculent pas dans un rôle d'audit ou de conseil : elles se concentrent uniquement sur la mise en évidence du point d'achoppement, en l'occurrence la structure et la flexibilité financière de ThyssenKrupp, et les incidences de la réalisation de l'opération sur sa note.

Aucune étude similaire n'a été réalisée à ce jour à notre connaissance, les apports de notre recherche concernent, outre les chercheurs en Sciences de Gestion, les analystes des agences de notation, les dirigeants, les analystes financiers, les investisseurs, ainsi que les pouvoirs publics dans le cadre du débat en cours sur la réglementation du *rating*. Enfin, des développements complémentaires intégrant des facteurs psycho-sociologiques et de gouvernance seraient à prendre en compte dans l'étude du comportement des dirigeants afin d'expliquer par exemple la volonté de ceux d'Arcelor d'envoyer rapidement un signal positif aux marchés après plusieurs tentatives de rachats manquées en 2005.

REFERENCES

Akerlof G. (1970), « The market for lemons : quality, uncertainty and the market mechanism », *The quarterly journal of economics*, 84, p.488-500.

Alexandre H., Merli M. (2003), « Notation et écarts de rentabilité : le marché français avant l'euro », (coll. M. Merli), *Finance-Contrôle-Stratégie*, 2003, Vol. 6, n°3, p.5-22.

Amram M., Kulatilaka N.(1999), « Disciplined decisions : Aligning strategy with the financial markets », *Harvard Business Review*, N°1, janv-febr., p.95-104.

Anand J., Delios A. (2002), « Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions », *Strategic Management Journal*, vol. 23, n°2.

Ball R., Brown P. (1968), « An empirical evaluation of accounting income numbers », *Journal of Accounting Research*, Autumn, p.159-178.

Batsch L. (1999), *Finance et stratégie*, Economica, 398 p.

Beaver W.H. (1968), « The information content of annual earnings announcements », *Journal of Accounting Research*, supplement, p.67-92.

Bruner R.F. (1988), « The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol,23, N°2, June, p.199-217.

Capron L., Dussauge P., Mitchell W. (1998), « Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-92 », *Strategic Management Journal*, vol. 19, n°7, p. 631-661.

Chakravarthy B.S. (1986), « Measuring Strategic Performance », S*trategic Management Journal*, Vol. 7, n°5, Sept-Oct, p.437-458.

D'Aveni R. (1995), *Hypercompétition*, Paris, Vuibert, 381 p.

Détrie J-P. (*coord*.) (2005), *Strategor : politique générale de l'entreprise*, 4ème édition, Dunod.

Dumontier P., Martinez I. (2000), *Les études d'évènements en comptabilité financière, Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Fnege, chp.7, p.103-115.

Ederington L., Yawitz J., Roberts B. (1987), « The informational content of bond ratings », *Journal of Financial Research*, Fall, Vol.10, p.211-226.
Eisenhardt K. (1989), « Building Theories from Case Study Research », *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 4, p. 532-550.
Fama E.F. (1965), « The behaviour of stock market price », *Journal of business*, 38, p.34-105.
Fama E.F. (1991), « Efficient capital markets : II », *The Journal of Finance*, Dec., Vol. XLVI, No.5, p.1575-1617.
François-Heude A., Paget-Blanc E. (2004), « Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris », *Banque et Marchés*, Mai, N°70, p.16-27.
Gerst C., Groven D. (2004), *To B or not to B – Le pouvoir des agences de notation en question*, Ed. Village Mondial, 190p.
Hand J., Holthausen R., Leftwich R. (1992), « The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices », *The Journal of Finance*, June, Vol.67, No.2, p.733-752.
Holthausen R.W. and Leftwich R.W. (1986), « The effect of bond rating changes on common stock prices », *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, p.57-89.
Hyafil A. (1991), « Décisions stratégiques et valeurs de la firme », *Revue Française de Gestion*, n°82, janv-fevr, p.45-56.
Iankova E., Pochon F., Teïletche J. (2006), « L'impact des décisions d'agence : une comparaison au cas des actions françaises avec l'expérience internationale », L'impact de la notation, *Autorité des marchés financiers (AMF)*, Janv, p.3-24.
Jensen M.C., Meckling W.H (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial economics*, 3, p.305-360.
Johnson G., Scholes K., Whittington R., Ferry F. (2005), *Stratégique*, 7ème édition, Paris, Pearsons Education, 732 p.
Marion A. (2004), *Analyse financière – Concepts et méthodes*, 3ème édition, Dunod, 273p.
Myers S.C., Majluf N.S. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, p,187-221.
Polignac De J.F. (2002), La notation financière : l'approche du risque de crédit, coll. Les essentiels de la banque, *La Revue Banque*, 128p.
Rotschild M., Stiglitz J. (1976), « Equilibrium in competitive insurance markets : An essay on the economics on imperfect information », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.90, N°4, Nov., p.629-649.
Spence, A.M(1973), « Job Market Signaling », *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 87, No. 3, p. 355-374.
Teece D. J. (1982), « Toward an Economic Theory of the Multiproduct Firm », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 3, p. 39-63.
Wacheux F. (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Paris, Economica, 290 p.
Yin R. K. (1994), *Case Study Research : Design and Methods*, Londres, Sage.