

Les évolutions du contrôle des entreprises et leur financement

Habib BEN BAYER, Professeur et Directeur de la recherche

Le financement des entreprises n'a jamais cessé d'occuper la scène des marchés financiers, il a pris un tournant critique des années 80. D'importants changements sont survenus dans la structure financière des entreprises, la propriété, l'exercice du contrôle et surtout celles du pouvoir économique avec l'exercice du pouvoir de contrôle. Ce cours est structuré autour de trois points. Dans le premier point, nous allons traiter de l'évolution du contrôle des entreprises depuis les années 1982 afin de traiter de la vague de changement du contrôle de la propriété dans les pays développés, dans le second point, nous traiterons de l'accroissement de l'endettement dans le financement des entreprises et dans le dernier point nous exposerons les modèles internationaux de financement

I- Evolutions du contrôle des entreprises depuis les années 82

Durant ces années, on a assisté à une vague de changements importants dans le domaine de la propriété du contrôle des entreprises dans les pays développés et surtout celui des Etats Unis et de la Grande Bretagne où ont participé d'importants conglomérats et grandes entreprises. Ce redéploiement ont souvent été accélérés par des tentatives d'OPA hostiles, c'est-à-dire des tentatives de prise de contrôle d'une entreprise, malgré l'affichage d'une forme de résistance active des dirigeants de l'entreprise visée. Dans certains cas, il s'agit ni plus ni moins que la reprise des actifs de l'entreprise par ses propres salariés, en fait la plupart du temps par les dirigeants (RES). Ce sont des opérations grâce auxquelles les dirigeants d'une firme achètent eux mêmes les actions disponibles de cette entreprise sur le marché afin de s'assurer le contrôle. Bien souvent, ces changements financiers s'accompagnaient d'autres changements plus profonds dans la structure de l'entreprise, en particulier par le démantèlement des grandes firmes en unités de fonctionnement indépendantes de plus petite taille facilement contrôlable et peu avides de capitaux élevés.

a) Fusions, acquisition et OPA (offre publique d'achat) hostiles

Durant cette période, l'étendue des opérations de rachats d'entreprise est sans précédente et a concerné un nombre important d'entreprises de renom important. A juste titre, on peut citer le rachat de la Gulf Oil par Chevron Oil qui a constitué à cette époque le rapprochement le plus important jamais observé entre deux firmes industrielles puis qu'il a été évalué pour un montant de 13.3 Milliards de dollars. Mobil Oil a fusionné avec la chaîne de distribution Montgomery Ward, ensuite la compagnie japonaise Bridgestone de pneumatique et de caoutchouc a racheté le fabricant américain de pneumatique Firestone, Michelin, le fabricant français de pneumatique a acquis Uniroyal Goodrich etc. Il ne s'agit là que des exemples limités parmi d'autres tant d'autres. Mais en tous les cas, ces annonces de fusions et acquisitions aux Etats Unis, ont permis de drainer des coûts de transactions en constante évolution passant de 44 milliards de dollars à 250 Mds de dollars en 2000.

Cette même période a été aussi caractérisée par un nombre très important d'OPA hostile. Elles sont réalisées sous formes d'offres de rachats des parts d'entreprise faites contre la volonté des dirigeants et de leur conseil d'administration par des prédateurs. La Walt Disney Company a versé 31 millions de dollars au-delà de la valeur boursière de Steinberg pour qu'il se retire des actions, c'est ce que l'on appelle le chantage aux actions. Il y a eu bien d'autres OPA hostiles lancées par des entreprises, on peut citer à juste titre, l'offre de rachat de la multinationale ATT concernant l'entreprise NCR fabricant d'ordinateur, transaction qui a été ponctuée au début des années 1991. Le britannique

Vodafone AirTouch met le paquet pour s'emparer du conglomérat allemand Mannesmann AG, qui avait développé une activité télécoms florissante dans les années 90. Il se débarrassera par la suite des branches de ce fleuron historique de l'industrie allemande qui ne faisaient pas partie de son cœur de métier. En janvier 2000, Les présidents de Time Warner, et Stephen Case et du fournisseur d'accès à Internet, America On Line, se sont félicités de la fusion des deux sociétés. Ils ne se doutaient pas que ce rapprochement sera aussi un des plus gros ratés de l'histoire. En effet, l'opération est bouclée quelques mois avant l'éclatement de la bulle Internet et la nouvelle entité ne s'en remettra pas. En 2002, le nouvel AOL enregistre une perte proche de 100 milliards de dollars, un autre perte record. Finalement en 2009, le groupe se sépare d'AOL et reprend son nom d'origine.

Verizon Wireless qui est un opérateur de télécoms mobile, a vu le jour en 2000 aux Etats-Unis. C'était à l'origine une co-entreprise entre l'américain Verizon Communications (55%) et le britannique Vodafone (45%). En 2013, Verizon a racheté les parts qu'il ne détenait pas encore et avec l'acquisition d>Alltel Wireless, c'est aujourd'hui le premier opérateur mobile des Etats-Unis. C'est le méga deal du moment (en octobre 2016), le 5ème et dernier à dépasser 100 milliards de dollars. L'un des exemples de fusion-absorption les plus célèbres est la fusion opérée entre Gaz de France et Suez, officialisée en 2007. Elle aboutira à la création de GDF Suez, qui deviendra par la suite Engie. Les fusions-acquisitions sont au cœur de la stratégie des entreprises désireuses d'accélérer leur croissance. En 2017, elles ont même fait un bond de 50% au sein des grands groupes. Cependant, réussir le pari de la croissance dans le cadre d'une fusion-acquisition implique d'accepter de se transformer ensemble dans le cadre d'un processus long, plutôt que d'espérer s'additionner en quelques mois. Cette mue donne forme à une nouvelle entreprise et à une nouvelle culture d'entreprise.

b) Le rachat d'une entreprise par ses dirigeants

La crainte des prédateurs a souvent amené les dirigeants des firmes à provoquer des rachats des titres par leur propres dirigeants, ce qui leur a permis de racheter, avec la contribution de leur allié ; les actions de leur propre firmes disponibles sur le marché, mettant ainsi un terme aux tensions des titres. On trouve dans cas le comportement de la firme de distribution (SAFEWAY) la plus importante au monde dont les salariés ont réussi à faire échouer la tentative de rachat lancée par une des riches fortunes américaines, en réalisant un RES avec l'aide d'un allié (la compagny KKR) spécialiste des opérations de rachats. Les RES sont également utilisés pour d'autres considérations pour entre autre déterminer la valeur réelle de la cotation de l'action, comme cela a été le cas des dirigeants de l'entreprise NABISCO qui ont proposé une offre de rachat parce qu'ils prétendaient croire que le cours de l'action était sous estimé et qu'un rachat permettrait aux actionnaires de réaliser la valeur sous jacente. Tout cela a été orchestré dans le but d'espérer de réaliser des gains substantiels. Mais finalement la firme a connu une restructuration dont les dirigeants ne pouvaient pas prévoir et de ce fait on perdu contre la proposition faite par le concurrent

c) Déconglomération

Un grand nombre de transactions depuis les années 80 ont été suivies de démantèlement, lors desquels les activités et les divisions d'une entreprise étaient vendues à une autre firme. D'autres transactions se sont soldées par des filiations, qui consistaient à séparer certaines unités de la compagnie mères pour en faire des firmes indépendantes et à distribuer aux actionnaires des parts de la nouvelle entreprise au prorata des titres détenus dans le conglomérat d'origine. Dans de nombreux démantèlement, les activités étaient rachetées par des firmes qui possèdent déjà des intérêts dans les mêmes secteurs ou dans des secteurs apparentés. Ces opérations ont eu pour conséquence le démantèlement massif des

conglomérats issus des fusions des années précédents et un recentrage des entreprises sur des créneaux d'activités plus étroits et mieux définis.

II) L'accroissement de l'endettement

Un nombre important de passations de contrôle aux Etats Unis s'est accompagné de vastes changements dans des structures financières des firmes impliquées. C'est ainsi qu'on a assisté à la fin des années 1980, des opérations menées par les prédateurs d'entreprises américaines, tout comme les nombreux achats menés par les dirigeants, qui ont été financés par des types de financement (Junk bond) qui sont des obligations, pour qui dans la plupart des agences de notations comportent des risque de défaillance élevé (le risque de défaillance est élevé). Ces types de financement ont été fortement utilisés pour accroître le levier financier de la firme (c'est-à-dire le ratio de la valeur sur le montant des capitaux propres investis par les actionnaires ; le reste des fonds étant financé par la dette). Ce mode de financement est devenu si fréquent pour lui attribuer la signification de LBO (le rachat d'entreprise avec effet de levier). De nombreuses autres firmes sont parvenues à élever considérablement leur levier financier, soit en contractant des dettes importantes pour financer leur acquisition ou pour racheter leur propre action afin de les mettre dans des plans de participation des salariés au capital, soit en rachetant tout simplement leurs propres actions lors de la recapitalisation engendrant un fort degré d'endettement. Pour le cas, en 1986 Polaroid a acheté pour 22% de ses titres et les a mis dans un nouveau plan d'actionnariat des salariés, lorsqu'il s'est senti menacé par un prédateur. L'entreprise a contracté des dettes pour financer l'achat de la moitié des ses actions.

A cet effet, un montant important (25 milliards de dollars) a été consacré pour le LBO par deux grandes entreprises à cette période qui a engendré une dette de 23 dollars pour chaque dollars de capitaux propre et ces entreprise ont dû payer 3.34 Milliards de dollars de remboursement de dette pour la seule année 1990. Durant la période de 1980-1990, le ratio de la dette de long terme sur le total des actifs de certaines firmes américaines a augmenté de presque de 50%. Dans cette perspective de rachat avec une augmentation d'endettement pour être rachetées, les firmes fusionnaient pour former de nouvelles entités, rachetaient leurs actifs ou devenaient entièrement hermétiquement fermées pour que les capitaux propres détenus par les actionnaires commencent à diminuer (les ratios des capitaux détenus par les actionnaires diminuaient partout dans les entreprises américaines mais en même temps le ratio de la dette de long terme sur les capitaux augmentait). Cette tendance s'est ensuite fortement inversée depuis pour que l'intérêt à l'endettement croissant a cessé, le marché par le financement par endettement a disparu sur injonction gouvernementales (à cause des fraudes financière et des faillites des organes de financement), dans le même temps les vagues de rachat et des LBO se sont effondrées. De nombreuses firmes qui recouraient à cette forme de financement ont commencé à réduire le volume de leur dette en vendant des actifs ou en émettant de nouvelles actions. Par ailleurs, d'autres firmes ont émis de nouvelles actions ordinaires afin de rassembler des capitaux pour de nouveaux investissements de sorte que l'on assiste à une diminution du ratio dette de long terme sur valeur des actifs industriels, bien que le ratio capitaux propres sur valeur des actifs lui aussi continue sa baisse

Il en ressort de tout cela le besoin de générer de l'argent pour couvrir les nouvelles dettes qui a amené les firmes avec un fort levier financier à réduire leur personnel et désinvestir dans certaines activités, voire parfois à les supprimer, ce qui a entraîné souvent le licenciement d'employés à forte ancienneté ou peu qualifiés. Les opposants à ces nouvelles méthodes redoutaient que les firmes, greffées de lourdes dettes, ne soient forcées de restreindre leurs investissements dans de nouveaux produits, de nouveaux équipements et de nouvelles technologies et ne soient condamnés à un avenir de désuétude et de déclin. Ils craignaient également une augmentation du nombre de faillite en cas de récession, crainte qui a débuté en 1990, et s'est ensuite avéré fondée. Selon eux, les dirigeants d'entreprise se

concentreraient uniquement sur les opérations financières à mener et sur la défense contre des prédateurs irresponsable, à la recherche de démantèlements profitables. Ils pensaient que les concurrents étrangers allaient s'emparer des marchés, laissant aux américains uniquement les emplois mal payés et sans avenir (de type grilleur de steach chez Mac Donald)

Les partisans de ces méthodes ont encouragé les prédateurs d'entreprises arguant que les firmes ciblées étaient devenues trop lourdes à gérer et qu'elles se reposaient sur leurs lauriers. En procédant à une reprise des actifs plus cotés qu'à la normale, ils procédaient à une réorganisation complète (remplacement d'un dirigeant en place et le conseil d'administration) ceci afin de créer des ensembles plus centrés sur une activité unique afin que les hauts responsables de chaque activité possèdent une part du capital de l'entreprise plus importante et enfin que les créanciers puissent facilement se défaire des hauts dirigeants dont les performances ne donnent pas satisfaction. Par ailleurs, les prédateurs et les LBO tiraient le monde des affaires de la léthargie et de l'autosatisfaction qui le caractérisait depuis la fin de la seconde guerre mondiale, en raison de la relative simplicité de l'environnement économique, au sein duquel la concurrence internationale demeurait limitée.

III) Modèles internationaux de financement

En ce qui concerne la France, en 1980, les prêts bancaires représentaient 71% du financement externe des entreprises, les 29% restant se répartissaient entre deux tiers d'action et un tiers d'obligations de firme. La dette était largement supérieure de la valeur des actifs et représentait jusqu'à 72% des actifs en 1982. Par la suite, le financement par capitaux propres est devenu plus intéressant suite à la nationalisation des principales banques (rendant le financement par emprunt moins attrayant) et les règlements boursiers ont été libéralisés. Un montant de 42 milliards de dollars a été atteint par l'émission de nouvelles entre 1980-1990 qui représentait 30% du financement des firmes par le biais des actions. Les banques étaient devenues les principales acquéreuses de ces titres avec les fonds communs de placement, (FCP dont la plupart étaient des filiales de banques). La structure du capital dans les années 1980 a connu la même évolution au Japon, mais avec un glissement prononcé des prêts bancaires vers les capitaux propres et les autres sources de financement. Par la suite, les firmes japonaises ont cherché d'autres moyens de financement. En premier lieu, elles ont collecté des capitaux sur les marchés obligataires internationaux. Elles ont tout d'abord collecté des capitaux sur les marchés internationaux, elles se sont ensuite tournées vers le marché boursier de Tokyo, en plein essor. Ensuite, elles se sont intéressées aux marchés d'émission des obligations convertibles (dettes pouvant être converties en actions ordinaires) et warrants.

Durant cette période le ratio dette sur capitaux propres était proche de 1, le montant de l'endettement représentait presque 75% des capitaux propres (celui-ci représentait en 1970 plus de deux fois la valeur des capitaux propres). En Allemagne, les prêts bancaires représentaient plus de 90% du financement externe des firmes. Ce pourcentage a relativement peu changé entre 1970/1990 malgré un accroissement du montant des capitaux propres. L'apport de nouveaux capitaux propres a remplacé en partie les obligations d'entreprise qui ont cessé d'être la principale source de financement. De plus, la plupart des nouvelles émissions d'actions étaient réalisées par le biais de placement fermés négociés, plutôt que par des offres ouvertes aux investisseurs du grand public. Les banques sont proches des firmes qu'elles financent où elles siègent généralement au comité de tutelle de l'entreprise

Les rachats hostiles, qui étaient omniprésents dans les pays anglo-saxons pendant les années 80, ont été peu fréquents en France et pratiquement inexistant au Japon et en Allemagne. Les modèles de financement et de la propriété permettent en partie, d'expliquer ce phénomène. En France, il existe différents de titres, chacun associé à des droits de vote différents. En Allemagne, la loi autorise les

entreprises à limiter la part du droit de vote de chaque actionnaire. Dans les deux pays, les actions détenues par les banques ne peuvent être cédées à un prédateur. Ces particularités rendent difficile la réussite d'une offre publique d'achat d'autant plus que la part des firmes allemandes étaient fermées, ce qui réduit à néant le risque de voir des prédateurs essayer de convaincre les actionnaires de leurs titres. Néanmoins, il y a eu d'importantes opérations de fusions et d'acquisition en Europe tout au long des années 1980, jusqu'à la décennie 1990, les transferts de propriété étant souvent conclus à l'amiable.

Les entreprises américaines sont surtout financées sur les marchés financiers et les entreprises de la zone euro par le crédit bancaire avec un faible recours aux obligations. L'encours de crédits aux entreprises représente 13 % du PIB aux États-Unis, 50 % dans la zone euro. On parle de financement des entreprises sur les marchés financiers aux États-Unis, il s'agit bien du marché des obligations (des produits de taux d'intérêt au sens large) des entreprises. Le marché des actions n'est plus un marché de financement pour les entreprises américaines, avec au contraire des rachats d'actions qui oscillent entre 3 % et 7 % du PIB. Les institutions non financières sont très peu financées par le crédit bancaire. La désintermédiation financière, c'est-à-dire le financement par le marché, est la norme pour les entreprises américaines. Les entreprises américaines émettent davantage de titres de dettes qu'elles n'ont recours aux crédits bancaires. Le recours au crédit bancaire des entreprises américaines représentait 24 %³ de leur financement. Contrairement aux institutions non financières américaines, les entreprises européennes émettent très peu d'obligations et les banques soutiennent leurs activités. En effet, le système financier européen est fondé autour des banques. Ces dernières fournissent environ 70 % du financement externe des entreprises en Europe.

Le financement par le canal bancaire a conduit les banques européennes à recourir massivement à l'endettement afin de répondre aux besoins financiers des entreprises. En effet, depuis le début des années 2000, le taux d'endettement du secteur financier de la zone euro s'est continuellement accru pour atteindre plus de 110 % du PIB en 2008. L'endettement conséquent des banques européennes leur a permis d'octroyer davantage de crédits que de dépôts. En d'autres termes, les institutions financières bancaires émettent plus de crédits qu'elles n'ont de fonds apportés par les épargnants sous forme de dépôts. Par conséquent, les banques ont recours au mécanisme du levier d'endettement afin de répondre aux besoins de financement du tissu économique européen. Le recours au levier d'endettement fait peser un risque systémique sur le secteur bancaire et sur l'ensemble du système économique et financier. Une multiplication du non remboursement des dettes auprès des investisseurs peut conduire à un risque systémique et mettre en défaut l'ensemble du système financier. Le financement par les marchés demeure restreint aux grands groupes en capacité de lever de fonds sur les marchés financiers. Les banques commerciales sont assurées de trouver un financement auprès de la banque centrale, prêteur en dernier ressort. La part des financements intermédiés était largement supérieure à celle des financements directs. En effet, le faible taux d'autofinancement des entreprises leur imposait de recourir à des financements externes qui prenaient essentiellement la forme de crédits bancaires, du fait de l'étroitesse des marchés financiers.

Ce n'est qu'après les années 1980, qu'un rapprochement s'opère vers le modèle américain et britannique d'économie de marché financier. La France est progressivement passée à une régulation du système financier par des taux d'intérêt librement fixés par les marchés, inspirée par ces deux économies et menant à une économie de marché financier, qui s'imposaient du fait de la libéralisation, la dérégulation, la déréglementation avec notamment le marché unique européen

Conclusion.

Tout au long de la vie de l'entreprise, son activité nécessite d'être financée. Face à la diversité des solutions de financement existantes sur le marché, le choix optimal reste depuis toujours une des préoccupations majeures. Qu'il s'agisse de collecter des ressources financières pour la création d'une entreprise, apporter des fonds supplémentaires pour soutenir sa croissance, renforcer sa trésorerie dans des périodes conjoncturelles difficiles ou simplement pour faire face aux échéances classiques requises par l'exploitation de son activité. Certaines opérations dépassent le cadre de la fonction financière en requérant de véritables choix stratégiques. C'est le cas de l'introduction en bourse pour lever des capitaux. La libéralisation financière a permis la multiplication des sources de financement aux entreprises. Le financement externe des entreprises n'est donc pas aussi neutre qu'on a bien voulu le prétendre. Celui-ci trouve sa source principale au sein du système bancaire et financier, dont il n'est plus à démontrer les luttes et les coopérations qui le traversent, surtout lorsque le système productif connaît comme ce fut le cas au cours de la dernière décennie un mouvement de restructuration important.

Références bibliographiques

- 1) Milgrom P, et Roberts J (1997), Economie, Organisation et Management, Edition De Boeck
- 2) Patrick Artus (2013), Financement des entreprises par les marchés aux Etats Unis et, financement des entreprises par les banques dans la zone Euro : que nous a appris la crise, Revue d'économie financière, N° 111, pages 189 à 198.
- 3) Jacquet P. et Pollin J-P (2012), Systèmes financiers et croissance, Revue d'économie financière, 2012/2 (N° 106) p. 77-110.