

## Deux stratégies pour les entreprises et les Etats

*Les managers préfèrent les fusions,  
les actionnaires les réductions autonomes des coûts*

par Jean-Jacques Rosa

L'économie mondiale traverse, depuis le début des années 80, sa quatrième vague de fusions et acquisitions. La première était intervenue lors de l'invention de la grande entreprise moderne, dans les années 1895-1904 aux Etats-Unis, la deuxième avait déterminé une forte concentration de l'appareil productif entre 1919 et 1929 pour mettre à profit les économies d'échelle des organisations géantes, et la troisième avait accompagné, à la fin des années 60, la constitution des grands conglomérats qui reposait sur les nouvelles techniques de management et la supériorité -temporaire- du financement interne sur le financement par les marchés, relativement imparfaits à l'époque.

A la fin des années 70 sont apparus les repreneurs et " raiders " qui ont racheté de grandes entreprises établies et conservatrices pour les désintégrer et les " revendre par appartements ", dégageant au passage une forte valeur ajoutée. Le retour à des dimensions plus modestes de la moyenne des firmes sonnait le glas des conglomérats.

Les organisations publiques que sont les Etats n'étaient pas épargnées par le mouvement, qui prenait, les concernant, la forme des privatisations qui ne sont qu'une autre expression des " divestiture " et autres " spinoffs " industriels. Les entreprises " Etats " se défaisaient ainsi d'activités de nature privée comme les entreprises chimiques, de construction automobile, de banque ou d'assurance, dont on pensait désormais qu'elles seraient mieux dirigées et mieux valorisées par une gestion indépendante au service direct d'actionnaires privés disposant de toute latitude pour acheter ou revendre leurs titres de propriété sur les marchés financiers.

Dans les années 90, toutefois, l'amplification du mouvement de fusions-acquisitions qui accompagnait l'envol des bourses paraissait moins axé sur la dé-diversification des entreprises, l'essentiel du travail ayant déjà été accompli. Les fusions, et leurs formes atténuées comme les joint-ventures et les alliances, semblaient davantage répondre à une course renouvelée vers la plus grande dimension et au souci des entreprises de suivre la mise en interconnexion désormais générale des marchés dans le monde.

Pourtant, dans le même temps, les statistiques disponibles concernant l'ensemble des firmes dans les grands pays développés continuaient à montrer que leur dimension moyenne poursuivait sur sa tendance de contraction, en termes d'emploi notamment, ce qui contredit l'hypothèse d'une accentuation générale des économies d'échelle. La part des plus petites entreprises continue d'augmenter dans les économies nationales en dépit des fusions entre grandes entreprises, ces dernières ne représentant plus qu'une fraction décroissante du produit national et de l'emploi.

De la même façon et dans la même période, plusieurs Etats se décomposaient en entités de plus faible ampleur tandis que les mouvements sécessionnistes et régionalistes se multipliaient de par le monde. Et la nécessité d'une réduction du poids de ces Etats, et de leur fiscalité, dans les revenus nationaux continuait aussi d'être reconnue comme une priorité dans la plupart des pays de la planète. La dimension optimale des organisations semblaient toujours évoluer à la baisse.

Comment alors expliquer les fusions entre entreprises de grandes dimensions d'un même secteur, comme dans la banque et l'assurance, ou l'électricité et l'énergie, les communications ou la pharmacie? L'explication la plus fréquente repose sur le développement de la mondialisation, l'ouverture internationale de marchés nationaux précédemment plus ou moins cloisonnés. Mais

cette analyse de tient pas. Il n'y a pas en réalité, de ce seul fait, de débouchés nouveaux puisque des entreprises nationales existaient partout. Nous n'avons pas non plus de preuve de l'apparition d'une demande spécifiquement internationale de services, venant s'ajouter aux demandes nationales, car les consommateurs restent pour la plupart localisés là où ils étaient précédemment. Un utilisateur de services bancaires à Londres ou à Tokyo peut demander davantage de transferts internationaux, mais sa banque habituelle est parfaitement capable de les effectuer pour son compte, éventuellement en coopération avec des banques du pays de destination sans que cela implique une intégration entre banques japonaises et américaines par exemple, pas plus qu'auparavant il n'y avait intégration des firmes sur les marchés nationaux du simple fait des échanges et transferts entre les comptes de divers clients. Les mécanismes de compensation interbancaires suffisaient à la tâche.

L'observation conduit à une explication différente : les opérations de fusions et acquisitions semblent se développer le plus souvent dans des secteurs parvenus à maturité, où la croissance de la demande stagne ou cède la place à une décroissance, ou encore dans des secteurs où, pour une raison ou une autre, existent des excès de capacité, l'offre devenant supérieure à la demande.

Avec les mutations de la technologie certains services sont moins demandés comme c'est le cas pour la banque par exemple. De nouveaux intermédiaires plus spécialisés apparaissent qui font concurrence aux anciennes banques universelles, tandis que leurs entreprises clientes de plus petites dimensions ont désormais accès directement aux marchés financiers mondiaux et se passent de crédits bancaires pour émettre leurs propres titres. Des particuliers plus nombreux investissent leurs liquidités en fonds de placements plutôt qu'en comptes à terme. Dans ces conditions c'est le secteur bancaire tout entier qui doit réduire ses capacités. Les banques individuelles voient la demande se réduire et se retrouvent à des niveaux de coûts excessifs par rapport à leurs recettes. Il n'y a alors que deux possibilités : soit réduire individuellement la dimension de l'entreprise pour l'ajuster à une demande stagnante ou en récession, soit racheter du chiffre d'affaires à d'autres établissements du secteur, seule façon de maintenir le volume de production pour faire baisser les coûts moyens en relevant les recettes au niveau précédent la baisse de l'activité du secteur. Dans cette seconde stratégie on réduit la capacité de l'entreprise rachetée en la "restructurant" c'est-à-dire notamment en licenciant, rapidement ou progressivement. On "supprime les double emplois" et on rationalise la gestion.

Une situation du même genre se retrouve dans l'industrie pétrolière et dans le secteur de l'énergie où il existait souvent de grands monopoles publics, subventionnés par les gouvernements, et qui avaient entrepris de ce fait des investissements massifs sans considération de rentabilité. Ce peut être également le cas des télécommunications comme l'a souligné John Kay dans son article de la semaine dernière (référence...Figaro). Là également l'excès de capacité ne peut être réduit que par une contraction de l'entreprise, décidée individuellement, ou par une acquisition suivie d'une contraction de l'entreprise cible principalement.

D'autres sources d'excès de capacité peuvent exister, par exemple les réglementations nationales dans l'industrie pharmaceutique. Les exigences des pouvoirs publics, souvent destinées à protéger des firmes nationales, conduisaient les entreprises étrangères qui voulaient vendre dans le pays à installer sans nécessité économique des filiales locales pour répondre aux réglementations d'autorisation de mise sur le marché ou simplement pour satisfaire une politique locale visant à développer l'activité et l'emploi. Ces sortes de "tariff factories" ont vocation à disparaître lorsque l'ouverture des marchés fait apparaître les excès de capacité qui en découlent et conduit à restructurer l'implantation géographique d'ensemble des firmes internationales. De même le surdimensionnement de certaines firmes nationales qui bénéficiaient auparavant d'une protection particulière apparaît désormais pour ce qu'il est : trop coûteux. Et la privatisation des entreprises publiques rend possible les opérations de fusions et acquisitions,

jadis exclues entre des entreprises dont les unes étaient privées et les autres publiques.

Dans tous ces cas de figure, le point commun est la révélation d'un excès de capacité qui appelle une contraction de l'ensemble d'un secteur. Et donc de plusieurs de ses entreprises. Si les fusions étaient justifiées par un accroissement des économies d'échelle et de la dimension optimale des entreprises on observerait une croissance d'ensemble de la dimension des entreprises et un développement systématique de l'emploi. C'est l'inverse qui se produit. Et si c'était le développement très rapide d'une nouvelle demande qui se produisait, il n'y aurait pas nécessairement de fusions mais peut-être croissance interne des entreprises existantes (en cas d'augmentation de la dimension optimale de l'entreprise individuelle) ou entrée de nouvelles entreprises de petites dimensions (en l'absence d'accroissement des économies d'échelle). On n'observe rien de tel dans les secteurs où se produisent les fusions et acquisitions.

Ainsi, en situation d'excès de capacité, les dirigeants d'entreprise doivent choisir entre la voie de la restructuration individuelle, de la réduction indépendante de la dimension de la firme, ou la voie du rachat d'une autre entreprise dont on conserve la clientèle et dont on contracte la capacité.

Les deux stratégies ne sont pas équivalentes. La première est préférable pour les actionnaires car elle consiste à réduire les coûts en les faisant passer en dessous de recettes en voie de contraction. Mais elle est coûteuse pour le manager : elle réduit son importance sociale qui dépend de celle de la firme qu'il dirige, ainsi souvent que sa rémunération, sauf indexation sur les profits ou la valorisation boursière. Elle le met également en conflit direct avec les salariés et les fournisseurs car il est plus agréable d'embaucher et d'acheter que de licencier ou de dénoncer des contrats existants. La tâche est ingrate.

Au contraire, la solution par la fusion-restructuration est gratifiante pour le manager qui rachète et se retrouve à la tête d'une entreprise de plus grande dimension, souvent internationale, et n'a à sanctionner que l'ancienne équipe de direction de la firme cible, désignée comme responsable des licenciements qu'il faut effectuer et qui d'ailleurs interviendront de préférence dans cette dernière. Le moral de l'encadrement de la firme qui rachète reste meilleur et la tâche du manager est beaucoup moins rude. Quand aux dirigeants de la firme rachetée ils ont été le plus souvent largement indemnisés et vont exercer leurs talents ailleurs sans avoir à effectuer le pénible travail de restructuration.

Nous verrons dans la deuxième partie de cet article, à paraître la semaine prochaine, la portée générale de ce choix stratégique qui vaut également pour les politiques publiques en matière de réforme.

► A SUIVRE