

**FRANÇOIS LANTIN**

Université Jean Moulin Lyon 3

**PIERRE ROY**

Université Montpellier 1



# Le rôle du rating dans une stratégie de croissance externe

*La recherche présentée dans cet article explore une nouvelle piste de réflexion sur le comportement de certaines grandes entreprises dans un contexte de financiarisation des stratégies. Elle s'attache à une question inédite en sciences de gestion en illustrant le rôle des agences de rating, ou notation financière, dans les modalités de croissance externe d'une entreprise. La réflexion engagée prend appui sur les 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.*

**P**réalablement à l'annonce du rachat du sidérurgiste Arcelor par le groupe Mittal Steel à la fin du mois de janvier 2006, s'est déroulée une escalade financière entre le français Arcelor et l'allemand ThyssenKrupp pour le rachat du canadien Dofasco. Ce dossier moins médiatisé a fait ressortir une réalité jusqu'à présent non explorée dans la littérature : le nouveau rôle joué par les agences de *rating*, ou notation financière dans la stratégie de croissance externe de certaines grandes entreprises. La notation est l'évaluation exprimée en lettres du risque de non-remboursement à la date prévue de la totalité du principal et des intérêts d'un emprunt obligataire. 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 les relations d'agence entre les dirigeants et leurs créanciers et entre les dirigeants et leurs actionnaires, ce qui tendrait à diminuer leur marge de manœuvre dans la mise en place de décisions d'investissement de grande envergure comme les rachats de sociétés. Aussi, notre objectif est de justifier et préciser la nature de cette 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 de Baatsch (1999).

Pour traiter cette problématique, nous présentons les notes, les critères et les diverses implications de la notation financière étudiés par la littérature. Puis, nous précisons la méthode d'étude de cas employée avant de

réaliser une analyse à la fois sectorielle, stratégique et financière du cas étudié et de conclure par la portée de la recherche.

## **I – LA NOTATION FINANCIÈRE AU-DELÀ DE SES OBJECTIFS INITIAUX**

### **1. Présentation du rating**

Les agences de rating notent une large majorité d'émissions d'emprunts obligataires, et attribuent une note globale à l'émetteur à court ou à long terme en fonction de la durée initiale de la dette émise (moins d'un an ou plus d'un an). 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. De Polignac (2002) met en avant les équivalences entre les notes des trois principales agences mondiales Standard and Poor's, Fitch et Moody's, ainsi que les correspondances entre les notes à court terme et à long terme. Outre les changements de note, les agences mettent les entreprises sous surveillance (*rating watch*) lorsqu'un événement particulier (comme la tentative de prise de contrôle de Dofasco par ThyssenKrupp) est susceptible d'entraîner une modification de la note. L'entreprise informe de manière confidentielle l'agence qui va procéder à une première analyse indiquant le jour de l'annonce officielle le sens de la surveillance : positive, négative ou indéterminée (évolutive ou neutre). La note est ainsi suspendue et l'agence procède à une évaluation approfondie de l'impact de l'événement, puis elle rend publique dans les trois mois la nouvelle note qui peut s'avérer ou non différente de son niveau initial.

## 2. Critères d'analyse

Les critères d'analyse s'adaptent à la nature de chaque émetteur : entreprise industrielle, établissement financier, ou secteur public. Les notes des entreprises industrielles prennent en considération des critères quantitatifs et qualitatifs portant sur la qualité de l'émetteur en évaluant le risque industriel et le risque financier. 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 agences apprécient 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. Les agences analysent les *business plans* confidentiels fournis par l'entreprise, les données comptables, la politique financière. Elles réalisent une analyse financière d'envergure reposant en partie sur le poids des dettes financières totales à long terme et à court terme, ou encore le niveau des capitaux propres et la rentabilité économique. Au terme de cette analyse, elles évaluent les incidences de l'opération en termes de « slack » financier (ou flexibilité financière) constituant une composante forte de la définition de la stratégie, sur laquelle les dirigeants communiquent peu et qui contraint pourtant fortement leur marge de manœuvre. Cet excédent de ressources d'une entreprise dépassant celles nécessaires à la satisfaction de ses opérations courantes lui permettant de

réagir à des environnements incertains, est généralement affecté aux projets de R&D, au fonds de roulement ou aux dividendes. Selon Chakravarthy (1986), les firmes qualifiées d'excellentes sont d'ailleurs celles qui disposent non seulement de fortes rentabilités 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 renoncer à des opportunités de croissance et envoyer un signal négatif supplémentaire.

Afin de répondre aux exigences de transparence, les agences communiquent leurs ratios clés par type d'entité, et également par regroupement sectoriel. Les tableaux suivants synthétisent les ratios quantitatifs d'analyse financière présentés comme déterminants dans l'étude des entreprises industrielles et qui seront repris dans notre étude de cas.

Les références clés sont relativement proches d'une agence à l'autre, même si certains ratios présentent des modes de calculs adaptés à chacune d'elle.

**Tableau 1 – Médianes des ratios clés de Standard and Poor's  
pour les entreprises industrielles américaines sur la période 1998-2000**

Ratios clés exprimés en %	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Rentabilité des capitaux propres (CP) (1)	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1
Rentabilité opérationnelle (2)	27	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9
EBITDA (3)/CA	29,2	21,3	18,3	15,3	15,4	11,2	NC
EBIT (4)/Intérêt net	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1
EBITDA (3)/Intérêt net	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3
Free cash-flows/Dettes totales	84,2	25,2	15	8,5	2,6	-3,2	-12,9
Résultat net exploitation/Dettes totales	128,8	55,4	43,2	30,8	18,8	7,8	1,6
Dettes à long terme (DLT)/DLT + CP	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8
Endettement total/(Endettement total + CP)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7
Dettes à long terme/CAF (années)	0,9	1,8	2,3	3,3	5,3	12,8	62,5

Source: Standard and Poor's.

Notes : (1)  $(EBIT/capitaux\ propres + total\ dettes) \times 100$  ; (2)  $(CA - \text{coût des produits vendus (avant amortissement et dépréciation)} + \text{y compris achats matières et marchandises, charges externes, R\&D})/CA \times 100$  ; (3)  $EBITDA = EBE - \text{Autres produits et charges}$  ; (4)  $EBIT = EBITDA - \text{amortissements, provisions et dépréciations}$ .

**Tableau 2 – Ratios clés de Moody's pour les sociétés industrielles**

Couverture des frais financiers (%)	EBITDA/Intérêt
Autofinancement/Endettement (%)	$(CAF - \text{dividendes})/dettes\ totales \times 100$
Marge d'exploitation (%)	$EBITDA/CA \times 100$
Rentabilité des ventes (%)	$Résultat\ net/CA \times 100$
Rentabilité du capital (%)	$(Résultat\ courant\ avant\ impôts\ et\ intérêts)/capitalisation$
Gearing	$(Dette\ totale\ brute - \text{trésorerie})/Capitaux\ propres\ (CP)$
$(Impôts\ diff. + \text{int. minor.})/CP$ (%)	$((Impôts\ diff. (ID) + \text{intérêts minor. (IM)})/CP) \times 100$
Actions préférentielles/CP (%)	$\text{Actions préférentielles en valeur liquidative}/CP \times 100$
Actions ordinaires/CP (%)	$(\text{Actions ordinaires} - \text{actions préférentielles})/CP \times 100$
Capitalisation totale (euros)	Dettes totales + ID + IM + crédits d'impôts + actions
Dettes totales/capitalis. marché (%)	$Dettes\ totales/(\text{actions ordinaires} \times \text{cours action}) \times 100$

Source: Moody's.

**Tableau 3** – Autres ratios clés de Fitch pour les sociétés industrielles

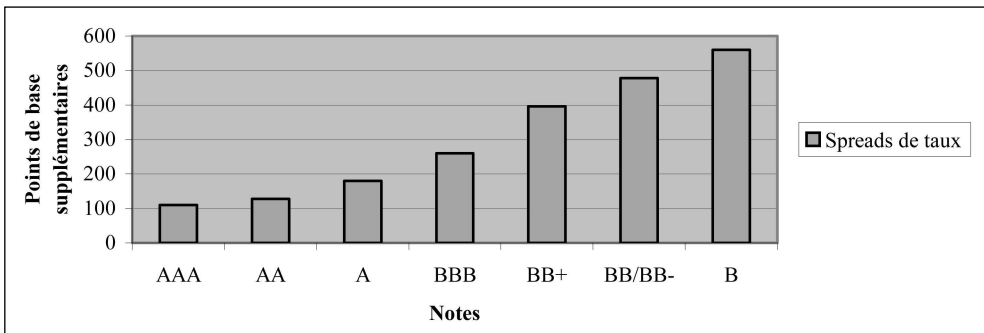
Variation du CA (%)	$((CA\ n - CA\ n-1)/CA\ n-1) \times 100$
Taux de VA (%)	$(VA/CA) \times 100$
Poids de la main-d'œuvre (%)	$(Charges\ de\ personnel/CA) \times 100$
Rentabilité des capitaux investis (%)	$(EBITDA/(Immobilisations\ brutes + BFR)) \times 100$
Marge nette (%)	$(Résultat\ net/CA) \times 100$
Cash-flows d'exploitation (CFE) (euros)	EBITDA + Var. BFRE + décalages de trésorerie
Cash-flows d'exploitation net (euros)	CFE – charges financières nettes – IS – dividendes

Source : Paget-Blanc et Painvin (2007).

### 3. Impacts des changements de rating

L'effet d'une notation sur le *spread* de taux des obligations, c'est-à-dire le supplément d'intérêt par rapport aux emprunts d'État, a été l'objet de nombreuses études empiriques dont celles de Hand *et al.* (1992) et d'Alexandre et Merli (2003). Cette dernière confirme pour le marché français que la discrimination ne s'opère en fait qu'entre trois grandes classes de notes regroupant toutes les notes des agences. De Polignac (2002) montre au travers de la figure 1 que le risque de crédit constitue ainsi l'élément

déterminant de la fixation des taux d'intérêt lors de l'émission d'une dette, puis sur son 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 valeurs correspondent aux points de base par rapport à cette obligation pour des sociétés industrielles américaines en fonction de leur note. Ainsi, un émetteur « AAA », meilleure note dans la catégorie investissement, doit verser 110 points de base au-dessus du titre d'État américain sans risque, soit 6,20 % (5,10 %

**Figure 1** – *Spreads* de taux en fonction du rating

Source : De Polignac (2002).

+ 1,10 %), alors qu'un émetteur noté « BB+ », soit le cran le plus élevé dans la catégorie spéculative, doit 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'événements conduisent aux mêmes résultats. Il existe 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 justificative de cette évolution à la baisse réside dans l'information diffusée aux marchés d'actions 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.

La seconde raison invoque 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 entraîne dans le cas d'une baisse de note les conséquences chronologiques suivantes : l'accroissement des frais financiers (intérêts) et donc des charges fixes augmente le point mort de l'entreprise conduisant à une élévation du risque à cause des bénéfices plus volatils. Le coefficient de risque *b* spécifique au secteur et corrigé de la structure financière de l'entreprise s'élève en conséquence aboutissant à un accroissement du coût des capitaux propres selon la relation du MEDAF<sup>1</sup>. L'impact négatif sur le potentiel de croissance de la firme qui en résulte diminue la valeur de la firme sur les marchés et se traduit par une baisse du cours boursier. Cet impact sur la création de valeur actionnariale peut aboutir dans certains cas à une destruction de valeur.

## II – MÉTHODE : UNE ÉTUDE DE CAS

L'étude de cas s'est imposée comme une stratégie de recherche appropriée, en raison du caractère inédit de la question de recherche et de la multidimensionnalité de l'objet (Eisenhardt, 1989; Yin, 1994). L'objectif poursuivi ne réside pas dans la recherche d'une généralisation statistique mais dans la mise en évidence du rôle que peut jouer un paramètre rarement traité par la littérature dans les modalités de croissance externe. En d'autres termes, notre démarche est moins empreinte d'une visée explicative et davantage tournée vers la recherche d'une compréhension du

1. Selon le MEDAF : Coût des capitaux propres = Taux intérêt sans risque + (prime de risque x coefficient *b*).

---

## COLLECTE DES DONNÉES

---

Le traitement du cas s'appuie exclusivement sur des données secondaires quantitatives et qualitatives ayant permis de retracer les événements de manière longitudinale. Elles sont issues des archives de la presse économique et financière entre 2004 et 2006 (*Reuters, Dow-Jones Newswires, La Tribune, Les Échos, La Presse Canadienne*) et ont été obtenues à partir de la base de données Factiva. Les études sectorielles Xerfi portant sur la sidérurgie complètent la collecte de données. Les informations relatives aux communiqués de presse, à la structure financière et aux résultats des différents protagonistes ont été obtenues grâce à leurs rapports financiers annuels, et la base de données financières Datastream.

Au-delà de ce choix de travailler sur des données secondaires, il convient de relever que des entretiens des différents protagonistes se seraient heurtés 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 liée 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 sur les raisons justifiant précisément leurs décisions.

---

phénomène observé (Wacheux, 1996). Dans cette perspective, le choix d'étudier un cas unique répond à un double objectif de traitement approfondi et d'étude d'un cas exemplaire (David, 2004) pour débattre des questions soulevées par cette recherche.

Ainsi, le secteur sidérurgique mondial a retenu notre attention au travers de la bataille entre Arcelor et ThyssenKrupp pour la prise de contrôle du canadien Dofasco. Le caractère exemplaire de ce cas apparaît à trois niveaux : un contexte sectoriel favorisant la croissance externe (course à la taille critique), l'enjeu stratégique du rachat de Dofasco pour les firmes européennes (pénétration du marché américain) et surtout, le rôle central joué par les agences de notation dans la tournure des événements qui a impulsé cette recherche.

### III – LE CAS DU RACHAT DE DOFASCO

#### 1. Le contexte sectoriel

Le secteur de l'acier s'inscrit dans l'industrie de la métallurgie, c'est-à-dire la production et la première transformation des métaux. Les entreprises fournissent des produits bruts avant transformation ou semi-finis (profilés, barres, fils, etc.) à leurs clients issus principalement du secteur de la construction automobile, des transports, de l'électroménager ou de la construction. En France, le secteur de la sidérurgie représentait en 2005 un CA de 15,4 milliards d'euros, dont plus de la moitié était réalisée à l'export. Pour l'année 2006, la production mondiale d'acier était estimée à 1,15 milliards de tonnes au regard de la croissance de +45 % entre 1994 et 2004 notamment

impulsée par l'émergence de nouveaux marchés. Le secteur de la transformation en acier est marqué par sa nature très fragmentée: 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 de croissance externe sur le plan international (voir tableau 4).

Ces regroupements s'expliquent d'abord par la dimension fortement capitalistique de ce secteur puisque 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 réputé très cyclique incite les gros producteurs à maîtriser les prix de vente en dépit des fortes variations du prix de l'acier et des matières premières. Certaines firmes réduisent ainsi leur production afin de maintenir un cours élevé et éviter le surstockage. La croissance externe satisfait cet objectif, dans la mesure où un fort pouvoir de marché confère à l'entreprise 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 face à la montée en puissance des aciéristes chinois. Pour les producteurs historiques, l'arrivée de ces concurrents conduit à des rapprochements en vue de répondre aux enjeux d'un marché mondial.

## 2. Les forces en présence

Le tableau 5 présente les principales caractéristiques des trois sidérurgistes concernés.

De plus, 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 acquis par le groupe américain McGraw-Hill en 1966 présente une division notation de crédit employant plus de 1 800 personnes dont environ 350 en Europe dans 21 bureaux différents. Il gère la notation de 2 200 émetteurs en Europe dont 400 en France, plus de 70 000 émis-

**Tableau 4** – Principales fusions-acquisitions dans l'acier

Cible	Acheteur	Valeur (mds d'euros)	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.



**Tableau 5** – Comparatif des trois sidérurgistes

	<b>Arcelor</b>	<b>ThyssenKrupp</b>	<b>Dofasco</b>
Nationalité	Français	Allemand	Canadien
Nombre de salariés (branche acier)	96 000	46 000	7 400
Position concurrentielle mondiale	2 <sup>e</sup>	10 <sup>e</sup>	57 <sup>e</sup>
Chiffre d'affaires 2005 (mds d'euros)	32.6	42.1	3.4
Résultat net 2005 (mds d'euros)	4.3	1.02	0.17
Production d'acier (millions de tonnes)	47	17	4.5

Source : rapports annuels (2005).

sions obligataires, 26 000 opérations de titrisation, 20 000 collectivités locales, et 18 600 sociétés dans le monde. Seconde agence active au cours des événements, Fitch est une filiale à 100 % du groupe français de Marc de Lacharrière Fimalac et se définit souvent comme la seule agence européenne. Ses 1 500 salariés dans le monde procèdent à la notation de

1 200 entreprises, 1 400 assureurs et réassureurs, 1 600 banques et institutions financières, ainsi que 45 000 collectivités locales et 89 États souverains.

### 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.

## LA CHRONOLOGIE DES ÉVÉNEMENTS

**27 mai 2005 :** Dofasco rejette une proposition de rachat par Arcelor et Nucor à 43 dollars canadiens/action

**10 novembre 2005 :** Dofasco refuse la même proposition dans une fourchette de 52 à 55 dollars canadiens

**23 novembre 2005 :** Arcelor lance une OPA hostile sur Dofasco à 56 dollars canadiens

**28 novembre 2005 :** ThyssenKrupp annonce une contre-offre amicale soutenue par la direction de Dofasco à 61,50 dollars canadiens/action

**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 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

**16 janvier 2006 :** Arcelor propose 71 dollars canadiens. Standard and Poor's place la note 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 and 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 s'il parvient à racheter Arcelor. Fitch et Standard and Poor's réagissent immédiatement en plaçant à nouveau ThyssenKrupp sous surveillance négative.

---

#### IV – TRAITEMENT DU CAS

Le processus de notation des entreprises industrielles se base sur une analyse du risque industriel suivie d'une analyse financière, et l'opération sera étudiée à partir de la méthodologie de notation proposée par l'agence Fitch dans le cadre de l'évaluation d'un rachat (cf. encadré ci-dessous). Seuls les quatre derniers critères seront repris dans l'analyse compte tenu du manque

d'informations pour évaluer les projets de l'équipe dirigeante et sa capacité à tenir ses engagements communiqués parfois uniquement aux agences.

##### 1. Analyse du risque industriel

Le traitement des données révèle quatre motivations stratégiques associées au rachat de Dofasco. Les deux premières renvoient au deuxième critère de l'agence

---

#### CROISSANCE EXTERNE ET NOTATION

---

- 1) L'expérience du management : certaines équipes ont prouvé leur capacité à intégrer de nouvelles sociétés.
  - 2) 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.
  - 3) 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.
  - 4) 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.
  - 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'acquérente.
-

Fitch (cf. encadré « croissance externe et notation »), à savoir les caractéristiques du secteur, tandis que les deux dernières motivations font référence au troisième critère relatif à la valeur stratégique des actifs. La première motivation stratégique s'incarne dans la recherche d'un effet taille et d'un renforcement de la position concurrentielle. La bataille entre Arcelor et Thyssen-Krupp s'inscrit dans le contexte général 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 Mittal, tandis que ThyssenKrupp passerait de la 10<sup>e</sup> à la 6<sup>e</sup> place mondiale. Indirectement, la volonté de racheter Dofasco s'explique aussi par une volonté d'augmenter leur poids sur le marché et d'éviter de constituer eux-mêmes des cibles privilégiées pour les groupes prédateurs tels que le *leader* Mittal Steel (même si les faits montreront l'insuffisance de cette démarche pour Arcelor). 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. En lien avec la recherche d'un effet taille sur le secteur, la deuxième motivation concerne la recherche de synergies opérationnelles. Elle s'impose, en effet, comme une priorité pour les aciéristes, confrontés à de nouvelles formes de concurrence, notamment celle des producteurs chinois. La réalisation d'économies d'échelle et de gains de productivité associés à la prise de contrôle de Dofasco justifie pour partie la lutte entre les deux sidérurgistes. Les synergies d'intégration attendues par Arcelor étaient ainsi estimées à plus de 90 millions d'euros.

En ce qui concerne la valeur stratégique des actifs convoités, deux grandes motivations sont à distinguer. Premièrement, l'analyse montre la volonté des deux firmes européennes d'accroître leur degré de diversification géographique et de renforcer leur présence sur le territoire américain. Arcelor ambitionne alors 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, aux débouchés relatifs au secteur automobile qui représente plus du tiers de l'activité de Dofasco et dégage des marges plus élevées que les autres débouchés. La valeur des actifs de Dofasco est d'autant plus stratégique que l'entreprise est le fournisseur des constructeurs automobiles américains tels que Ford ou General Motors qui connaissaient déjà des difficultés compensées en partie par la position privilégiée avec les constructeurs japonais, tels que Toyota, affichant des perspectives de croissance sur le marché américain. L'objectif poursuivi par Arcelor consiste alors à capter 20 % du marché mondial automobile contre 15 % à la fin de l'année 2005.

La dernière motivation stratégique identifiée concerne les approvisionnements et, plus précisément, l'accès à des ressources stratégiques par l'intermédiaire de Dofasco. Il possède en effet un accès privilégié aux matières premières (*i.e.* une réserve de fer estimée à dix ans) convoité par les deux aciéristes 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 Dofasco répond à de vrais enjeux straté-

riques, d'autant que les opportunités de cette nature sont rares sur le marché. Tous les indicateurs d'analyse sectorielle et stratégique justifient ainsi l'intérêt de la prise de contrôle de Dofasco.

## 2. Analyse du risque financier

Une étude de l'évolution du risque financier lié au rachat de Dofasco est effectuée en se basant sur la juste valeur<sup>2</sup> de la cible intégrée dans les comptes d'Arcelor en 2006 et sur le prix de la dernière offre de 4,1 milliards d'euros. Le financement apporté aux

actionnaires de Dofasco pour le rachat de 100 % de leurs titres a été prévu uniquement en *cash* en provenance par hypothèse pour moitié par trésorerie (2,05 milliards d'euros) et pour moitié par une émission de dette financière. L'échange d'actions et le recours à l'augmentation de capital n'ont en effet été ni prévu par ThyssenKrupp ni réalisé par Arcelor.

Dans un premier temps, les bilans fonctionnels condensés (en milliards d'euros) à partir des rapports financiers sont présentés dans les tableaux ci-dessous.

**Tableau 6** – Bilan fonctionnel consolidé de Dofasco au 31/12/05 en juste valeur

A Actif immob.	5,3	Capitaux propres	4,1
BFR	1,2	Dettes financières	2,5
Trésorerie	0,1		
Total	6,6	Total	6,6

Source: Rapport annuel Arcelor (2006).

Dettes fin. nette = 2,5 – 0,1 = 2,4 mds d'euros.

**Tableau 7** – Bilans fonctionnels consolidés de ThyssenKrupp de 2003 à 2005

	2003	2004	2005		2003	2004	2005
A Actif immob.	15,7	15,3	15,7	Capitaux propres	8,0	8,8	9,2
BFR	2,7	3,1	1,7	Dettes financières	11,1	11,0	12,9
Trésorerie	0,7	1,4	4,7				
Total	19,1	19,8	22,1	Total	19,1	19,8	22,1

Source: Rapports annuels ThyssenKrupp.

Dettes fin. nette 2005 = 12,9 – 4,7 = 8,2 mds d'euros.

2. La juste valeur, ou valeur vénale, et non la valeur comptable de la société cible est reprise dans les comptes consolidés de la société initiatrice dans le cadre d'une fusion absorption à l'endroit sous contrôle distinct.

**Tableau 8** – Bilan fonctionnel consolidé de ThyssenKrupp au 30/09/05  
en cas de rachat de Dofasco

Actif immob.	$15,7 + 5,3 = 21,0$	Capitaux propres (CP)	9,2
BFR	$1,7 + 1,2 = 2,9$	Dettes financières	$12,9 + 2 + 2,5 = 17,5$
Trésorerie	$4,7 - 2 + 0,1 = 2,8$		
Total	26,7	Total	26,7

Dettes fin. nette =  $17,5 - 2,8 = 14,7$  mds d'euros.

**Tableau 9** – Bilans fonctionnels consolidés d'Arcelor de 2003 à 2005

	2003	2004	2005		2003	2004	2005
Actif immob.	11,9	14,6	17,4	Capitaux propres	7,4	12,2	17,6
BFR	2,4	2,2	3,8	Dettes financières	8,8	8,6	8,3
Trésorerie	1,9	4,0	4,7				
Total	16,2	20,8	25,9	Total	16,2	20,8	25,9

Source : Rapports annuels Arcelor.

Dettes fin. nette 2005 =  $8,3 - 4,7 = 3,6$  mds d'euros.

**Tableau 10** – Bilan fonctionnel consolidé d'Arcelor au 31/12/05  
en cas de rachat de Dofasco

Actif immob.	$17,4 + 5,3 = 22,7$	Capitaux propres	17,6
BFR	$3,8 + 1,2 = 5$	Dettes financières	$8,3 + 2 + 2,5 = 12,9$
Trésorerie	$4,7 - 2 + 0,1 = 2,8$		
Total	30,5	Total	30,5

Dettes fin. nette =  $12,9 - 2,8 = 10,1$  mds d'euros.

Ces états financiers font ressortir un alourdissement de l'endettement net de 6,5 milliards d'euros issus de l'intégration de 2,5 milliards d'euros de la situation financière de Dofasco et de 4 milliards d'euros lié au rachat des titres. De plus, l'élévation du

niveau des intérêts des dettes financières doit être déterminée afin de tenir compte du passage de la catégorie investissement (BBB) à la catégorie spéculative (BB+), ou passage en *junk bonds*<sup>3</sup> indiqué par Standard and Poor's à propos de ThyssenKrupp. Ce bascu-

3. Les *junk bonds* sont des obligations très risquées dont la note se situe en catégorie spéculative.

lement constitue le palier le plus élevé en termes de différentiels de taux qui est de 130 points (ou 1,3 %) car les prêteurs renégocient les taux actuels et futurs en se basant sur des clauses de remboursement anticipé (*rating trigger*) qui, dans la pratique, aboutissent à des hausses de taux d'intérêt et de nouvelles garanties cumulées à de nouveaux objectifs de désendettement. Trois catégories de dettes se distinguent dans le cas de ThyssenKrupp dont la première concerne les emprunts obligataires actuels à taux variable dont la valeur nominale au 30 septembre 2005 s'élevant à 2,8 milliards d'euros au taux moyen pondéré de 5,34 % sur une durée moyenne pondérée de 4,83 ans. Deuxième catégorie, les emprunts bancaires actuels à taux variable s'établissent à 1,2 md d'euros 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'euros financé par hypothèse pour moitié (2,05) par

emprunt (dont 50 % d'emprunt obligataire et 50 % d'emprunt bancaire) et pour moitié par trésorerie. Ainsi, les charges d'intérêts sur ces emprunts passent avant rachat de 0,190 milliard d'euros<sup>4</sup> à 0,359 milliard d'euro<sup>5</sup>, soit une hausse de 169 millions d'euros par an, ce qui représente 17 % du résultat net de 2005. La totalité des frais financiers (y compris ceux sur la dette à taux fixe) augmente donc de 542 à 711 millions d'euros, ce qui modifie le ratio frais financiers/EBITDA de 15,7 % à 20,7 % pour une norme maximum acceptable de 25 %. Par contre, la hausse des intérêts d'Arcelor, qui n'a pas été dégradé suite au rachat de Dofasco, se limite à la part des nouveaux emprunts.

Dans un deuxième temps, les ratios clés pouvant être calculés à partir des rapports financiers sont comparés aux médianes de Standard and Poor's et regroupés dans les tableaux 11 et 12 indiquant la note correspondante en lettre puis convertie en

**Tableau 11** – Notes du risque financier de ThyssenKrupp de 2003 à 2005

	ThyssenKrupp							
	2003	2004	2005 avant rachat		2005 avec rachat			
	%	%	%	Note	Note	%	Note	Note
Rentabilité capitaux propres (CP)	5,2	9,2	11,5	BB	8	9,3	BB-	7
EBITDA/CA	7,0	8,1	8,2	CCC	2	8,5	CCC	2
EBIT/Intérêt net	6,1	8,0	14,0	AA+	18	6,6	A	14
Résultat net exploit./Endettement total	7,2	9,9	9,8	B+	6	8,2	B	5
Dettes long terme (DLT)/DLT + CP	58,1	55,8	58,2	BB	8	65,3	B-	4
Dettes long terme/CAF	5,7	4,9	5,2	BB	8	6,3	BB	8
Moyenne					8,3			6,7
Médiane					8,0			6,5

4.  $2,8 \times 5,34 \% + 1,2 \times 3,43 \% = 0,190$  mds d'euros.

5.  $(2,8 + 1) \times (5,34 \% + 1,30 \%) + (1,2 + 1) \times (3,43 \% + 1,30 \%) = 0,356$  mds d'euros.

**Tableau 12** – Notes du risque financier d'Arcelor de 2003 à 2005

	Arcelor							
	2003	2004	2005 avant rachat		2005 avec rachat			
	%	%	%	Note	Note	%	Note	Note
Rentabilité capitaux propres (CP)	5,2	19,7	20,6	A+	15	19,5	A	14
EBITDA/CA	8,6	14,8	17,3	A	14	16,8	A	14
EBIT/Intérêt net	6,9	8,6	22,2	AA	17	18,5	AA+	18
Résultat net exploit./Endettement total	6,8	32,5	50,9	AA-	16	34,1	BBB+	12
Dettes long terme (DLT)/DLT + CP	54,0	41,4	32,0	A+	15	42,1	BBB	11
Dettes long terme/CAF	4,3	2,2	1,5	AA-	16	2,2	A	14
Moyenne					14,8			14,5
Médiane					15			14,0

nombre. La note obtenue permet de positionner l'entreprise sur ces critères uniquement quantitatifs par rapport à la catégorie investissement (note supérieure ou égale à 10) ou spéculative (note inférieure à 10).

Afin de préciser l'impact sur la structure financière, et de mieux comprendre pourquoi les excellents résultats des deux entreprises sur le critère EBITDA/Intérêt net

sont à relativiser compte tenu de la forte baisse des taux d'intérêt par rapport à la période de calcul de médianes de Standard and Poor's dans les années 1998-2000. Enfin, un dernier tableau composé de ratios utilisés par les autres agences et pour lesquels les médianes n'ont pas été communiquées publiquement est présenté ci-après.

**Tableau 13** – Autres ratios clés d'analyse du risque financier

	ThyssenKrupp		Arcelor	
	Avant rachat	Avec rachat	Avant rachat	Avec rachat
Rentabilité économique = Résultat opérationnel/AE* (%)	11,3	9,1	19,8	16,7
Marge nette = Résultat net/CA (%)	2,4	2,5	13,1	12,2
Gearing = Dette financière nette/CP	0,9	1,6	0,3	0,6
Niveau minimum CP (%) = CP/Total bilan (%)	25,4	22,8	49,0	44,0
Niveau minimum CP (%) = CP/Actif économique (%)	52,9	38,7	82,9	63,5

\* Note : Actif économique = Actif immobilisé + Besoin en fonds de roulement (BFR).

Dans un troisième temps, l'analyse de ces tableaux est réalisée sur la base de la méthodologie décrite par Paget-Blanc et Painvin (2007) qui décomposent l'évaluation de la capacité à générer des flux de trésorerie puis d'une appréciation de la flexibilité financière. Les niveaux de croissance, de rentabilité et de flux d'exploitation sont évalués par les ratios de type rentabilité des capitaux propres, « EBITDA/CA », « Résultat d'exploitation/endettement » ou encore rentabilité économique et marge nette. Depuis 2004, les résultats d'Arcelor sont de 2 à 4 fois supérieurs à ceux de ThyssenKrupp qui se positionne en catégorie spéculative selon ces critères. L'impact du rachat influence faiblement les niveaux après rachat des deux entreprises conservant les mêmes écarts. En effet, le CA de Dofasco représente moins de 10 % du CA actuel de l'un des deux groupes, et ses ratios intrinsèques traduisent des niveaux de rendement à peine plus élevés que ceux de ThyssenKrupp.

L'analyse de la flexibilité financière permet d'intégrer l'étude des deux derniers points de l'encadré « Croissance externe et notation » qui mesurent l'impact de l'OPA sur la structure financière. Les ratios des agences intégrant les niveaux d'endettement et de capitalisation ont pour objet de justifier le résultat de leur confrontation par des indicateurs de type *gearing*. Le premier élément d'étude concerne l'importance de l'endettement et le faible niveau de résultat net de Dofasco. Ainsi, il constitue une cible qui aggrave l'endettement de l'acquéreur de 2,5 milliards d'euros en plus du rachat des titres, et dont la rentabilité ne lui permettra à court terme que de financer ses propres investissements par nature élevés dans un secteur très capitalistique. Tous les

indicateurs d'endettement intégrant le rachat sont ainsi fortement dégradés, ce qui justifie l'importance du rôle du niveau de la dette nette avant le rachat. Celle-ci passerait pour ThyssenKrupp de 8,2 à 14,7 milliards d'euros contre une élévation de 3,6 à 10,1 milliards d'euros pour Arcelor disposant d'une dette inférieure de quasiment 50 %, mais aussi d'une capitalisation deux fois supérieure. L'écart se justifie par une période commune de désendettement massif de 6 à 7 milliards d'euros 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 retraite apparaissant en dettes financières est quatre fois moins élevé chez Arcelor grâce à un régime essentiellement à cotisations définies et non à prestations définies. Par ailleurs, le niveau de capitaux propres de ThyssenKrupp est préoccupant 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 ne seraient pas atteints (respectivement 22,8 % et 38,7 %). En conséquence, il souffrirait d'une insuffisance de fonds propres en cas d'acquisition de Dofasco contrairement à son rival disposant d'un niveau de capitalisation deux fois supérieur. Au final, le *gearing* serait presque trois fois moindre chez le sidérurgiste français que chez son homologue allemand qui, avant même le rachat, se trouvait déjà limité en matière de capacité d'endettement à terme et devait financer ses investissements en partie par sa propre trésorerie à moins de fournir des garanties supplémentaires. Au final, cet accroissement de l'en-



dettement couplé à une trop faible rentabilité auraient pesé trop lourdement sur la flexibilité financière de ThyssenKrupp et justifieraient l'orientation négative des mises sous surveillance, et de son risque avéré de basculer à nouveau en catégorie spéculative. En effet, la moyenne des notes des indicateurs financiers clés de Standard and Poor's passerait de 8 à 6,5 contre 15 à 14 pour Arcelor qui n'a en conséquence pas subi les mêmes pressions de la part des agences de notation.

### CONCLUSION

Notre contribution réside dans l'illustration de l'évolution récente de l'influence de la notation sur le comportement des entreprises, alors qu'elle existe depuis le XIX<sup>e</sup> siècle et ne constitue donc pas une technique d'évaluation nouvelle en tant que telle. La limitation des dirigeants 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 opérations de fusions et acquisitions car les mises sous surveillance permettent de révéler le jour de l'annonce les incidences financières des tentatives de prise de contrôle. Le cas étudié précise la façon dont le processus de décision stratégique d'une entre-

prise peut intégrer la notation financière qui dépasse alors 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. De plus, les agences proposent aux dirigeants de souscrire à un service payant supplémentaire<sup>6</sup> leur permettant de connaître à l'avance l'évolution de leur note selon différents scénarios qui leur sont proposés.

En complément d'analyse, il serait intéressant de constituer un échantillon de fusions et acquisitions d'entreprises notées, ce qui permettrait de procéder à des études d'événements visant à déterminer l'impact de ces annonces sur le cours boursier et de prendre du recul par rapport au cas unique appréhendé ici. L'intégration dans l'étude du comportement des dirigeants des facteurs psychosociologiques et de gouvernance permettrait également d'expliquer par exemple la volonté des dirigeants d'Arcelor d'envoyer rapidement un signal positif aux marchés après plusieurs tentatives de rachats manquées l'année précédente. Autant de pistes de recherche à poursuivre qui ont le mérite de croiser les champs de la stratégie et de la finance.

6. Ce service est appelé par exemple RES (*Rating Evaluation Service*) chez Standard and Poor's.

## BIBLIOGRAPHIE

- Alexandre H., Merli M., « Notation et écarts de rentabilité : le marché français avant l'euro », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 6, n° 3, 2003, p. 5-22.
- Amram M., Kulatilaka N., "Disciplined decisions : Aligning Strategy with the Financial Markets", *Harvard Business Review*, n° 1, janvier-février 1999., p. 95-104.
- Batsch L., *Finance et stratégie*, Economica, 1999.
- Chakravarthy B. S., "Measuring Strategic Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 7, n° 5, Septembre-Octobre 1986, p. 437-458.
- David A., « Études de cas et généralisation scientifique en sciences de gestion », *Actes de la 13<sup>e</sup> Conférence de l'AIMS*, Le Havre, 2004.
- Polignac J-F. (de), *La notation financière. L'approche du risque de crédit*, coll. « Les essentiels de la banque », Édition Revue Banque, 2002.
- Ederington L., Yawitz J., Roberts B., "The Informational Content of Bond Ratings", *Journal of Financial Research*, vol. 10, Fall, 1987, p. 211-226.
- Eisenhardt K., "Building Theories from Case Study Research", *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 4, 1989, p. 532-550.
- Gerst C., Groven D., *To B or not to B – Le pouvoir des agences de notation en question*, Village Mondial, 2004.
- Hand J., Holthausen R., Leftwich R., "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices", *The Journal of Finance*, vol. 67, n° 2, 1992, p. 733-752.
- Holthausen R. W., Leftwich R. W., "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, vol. 17, 1986, p. 57-89.
- Hyafil A., « Décisions stratégiques et valeurs de la firme », *Revue française de gestion*, n° 82, janvier-février 1991, p. 45-56.
- Iankova E., Pochon F., Teïletche J., « L'impact des décisions d'agence : une comparaison au cas des actions françaises avec l'expérience internationale », *Autorité des marchés financiers (AMF)*, janvier 2006, p. 3-24.
- Myers S. C., Majluf N. S., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 1984, p. 187-221.
- Paget-Blanc E., Painvin N., *La notation financière : Rôle des agences et méthodes de notation*, Dunod, 2007.
- Wacheux F., *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Paris, Economica, 1996.
- Yin R. K., *Case Study Research: Design and Methods*, Londres, Sage, 1994.