

Le décollage d'EADS : le point de vue des marchés financiers

Nihat AKTAS*

Université Catholique de Louvain

Éric DE BODT

Université de Lille 2

Laurent LIAGRE

Université HEC Montréal

Classification JEL : G14, G31, G32, G34, L33

Correspondance :

Nihat Aktas, IAG School of Management, Université Catholique de Louvain
Place des Doyens 1, B-1348 Louvain-la-Neuve, Belgique
Email : aktas@fin.ucl.ac.be

Résumé : Cet article analyse la restructuration de l'industrie européenne aérospatiale et de défense via la création d'EADS, société possédant 80 % d'Airbus. Lancé par une impulsion politique des gouvernements européens, ce processus a abouti à la création d'un acteur industriel de niveau mondial. Nous étudions cette restructuration dans le cadre théorique du gouvernement d'entreprise. La question à laquelle nous tentons de répondre est la suivante : les autorités nationales européennes ont-elles réussi à donner naissance à un concurrent privé crédible dans ce secteur oligopolistique ?

Mots clés : fusions et acquisitions – propriété étatique – études d'événements.

Abstract : This paper focuses on the restructuring of the European aerospace and defence industry, resulting in a new company : EADS, the group controlling 80 % of Airbus. This process (initiated by European governments) has succeeded after many developments, involving state-owned firms, public and private companies. Building on the conceptual framework of corporate governance, the question we try to answer is the following : did the European national authorities give birth to a credible private competitor in the aerospace sector?

Key words : mergers and acquisition – state ownership – event studies.

* Sans être exhaustifs, nous voudrions remercier le professeur Michel Levasseur (Lille 2) et le professeur Jean-Marc Suret (Laval) pour leur aide et commentaires. Nous sommes également reconnaissants pour les commentaires constructifs et suggestions des participants du SIFF 2002 (Rennes – septembre), de l'AFFI 2002 (Strasbourg – juin), de la conférence de finance internationale 2003 (Tunisie – mars) et des rapporteurs anonymes de la revue Finance Contrôle Stratégie.

Ces dix dernières années ont vu Airbus, le consortium européen, émerger comme nouvel avionneur mondial, faisant au moins jeu égal avec l'américain Boeing, leader historique du secteur. Afin de parvenir à un tel succès, les parties européennes concernées ont dû mener une restructuration profonde du secteur afin de s'unir et créer une société unique de type commercial. Cette opération a entraîné la constitution de la société EADS (*European Aerospace and Defence Society*), fruit d'un ensemble de fusions, acquisitions et apports partiels d'actifs successifs sur une période de dix-neuf mois (de janvier 1999 à juillet 2000). L'aboutissement de ce projet repose sur deux facteurs dont l'imbrication constitue tout l'intérêt de cette étude de cas : une motivation « économique » de compétitivité nécessitant une forte coopération « politique ».

En effet, l'industrie aérospatiale et de défense présente une importante spécificité : l'omniprésence de l'État, et ce, pour plusieurs raisons. D'une part, les gouvernements considèrent ce secteur comme fortement stratégique, notamment pour des motivations de sécurité nationale (défense), de développement économique (aviation) ou technologique (aérospatiale). Cette situation aboutit à un constat généralisable au niveau européen : au début des années 1990, la quasi-totalité des sociétés concernées sont détenues majoritairement par l'État. La décision d'une coopération européenne dans cette activité ne pouvait donc résulter que du pouvoir politique, et non des acteurs privés. D'autre part, même en l'absence d'État actionnaire (États-Unis ou Royaume-Uni, ce dernier ayant déjà privatisé cette activité), les gouvernements interviennent soit en tant que client final, soit en tant que régulateur d'un secteur stratégique. En effet, cette activité est fortement capitalistique, mais également gourmande en main d'œuvre qualifiée et, surtout, fonctionne en réseau avec de nombreux partenaires en sous-traitance ou en coopération. Le poids économique de ce secteur est donc considérable, avec une barrière à l'entrée si élevée que la concurrence ne s'exerce que dans le cadre particulier d'un oligopole. Les rapports de force en jeu dans cette industrie présentent d'ailleurs des particularités qui ont déjà fait l'objet d'une étude au niveau de l'audit d'acquisition lors de la fusion entre Aérospatiale et Matra (Pochet, 2000), une des étapes de notre analyse.

Sur le plan économique, la motivation de l'opération consistait à mettre sur pied un géant européen, mais également à ouvrir le capital du nouveau groupe aux marchés financiers afin d'attirer des ressources

susceptibles de financer de grands projets concurrentiels dont les créations des avions géants A380 (civil) et A400 (militaire). Or, au regard de l'abondante littérature sur l'impact négatif de l'État actionnaire, la question de son rôle exact dans ce processus se pose. Les réactions observées sur les marchés financiers nous donnent un outil de lecture intéressant en la matière. Dans ce cadre, nous essayons d'apporter des éléments de réponse à la problématique suivante : les autorités nationales européennes ont-elles donné naissance à un concurrent privé « crédible » dans le secteur aérospatial ? Nous mesurons cette crédibilité à la réaction des marchés financiers à travers les cours boursiers des sociétés concernées. Une réponse affirmative à notre question suppose une création de valeur positive et significative pour les firmes impliquées par l'anticipation de la hausse de la compétitivité des Européens face aux Américains (compétitivité quantitative – prix – ou qualitative – projets industriels). En d'autres termes, nous cherchons à déterminer, si dans une période où les marchés financiers jouent un rôle croissant dans l'allocation des ressources, les autorités politiques ont été capables de gérer une restructuration stratégique transfrontalière dans un secteur industriel entier.

L'étude directe des cours boursiers des sociétés qui ont été impliquées dans la constitution d'EADS n'est cependant pas possible. Ces sociétés n'étaient, pour la plupart, pas cotées en bourse pour deux raisons : soit elles étaient détenues par l'État (Aérospatiale, Finmeccanica, Casa), soit elles étaient des filiales de groupes diversifiés (Matra et Dasa appartenaient respectivement aux groupes Lagardère et Daimler-Chrysler). Pour contourner ce problème, nous avons employé une méthode alternative fondée sur l'analyse des cours boursiers des concurrents et des principaux clients. Cette approche prend naturellement toujours appui sur l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés financiers (Fama, 1970 et 1991).

Notre article complète les études antérieures en apportant une analyse globale sur le plan européen de la restructuration complète et transfrontalière d'une industrie par les gouvernements, avec une analyse économique et financière de ses conséquences sur les principales entreprises mondiales tant concurrentes que clientes. Ainsi, l'analyse du cas EADS nous permet d'examiner la confiance des marchés financiers dans le succès économique d'une réorganisation profondément encadrée (même parfois conditionnée) par les gouvernements, comportant une majorité d'entreprises détenues par l'État.

La deuxième section de cet article présente l'industrie européenne aérospatiale et de défense. La section 3 introduit le contexte de la restructuration et développe les hypothèses. La section 4 présente les données et la méthodologie. La section 5 commente les résultats. La section 6 conclut.

1. L'industrie européenne aérospatiale et de défense

1.1. La création d'EADS

Le secteur américain de l'aérospatial a vécu dans les années 1990 de nombreuses restructurations, réalisées pour faire face au ralentissement des commandes de l'après guerre froide. D'une part, Boeing, la plus grande société américaine du secteur, a acquis la branche aérospatiale et défense de Rockwell en 1995 et, surtout, McDonnell Douglas pour un milliard de dollars en 1997. Cette dernière fusion a marqué une étape importante dans la concurrence entre Airbus et Boeing pour la conquête du marché mondial. L'annulation de l'exclusivité des contrats de Boeing avec plusieurs compagnies aériennes, une condition imposée par les régulateurs européens afin de donner le feu vert à la fusion Boeing-McDonnell Douglas, a par la suite remis en cause sa position monopolistique sur plusieurs marchés nationaux (Aktas et *al.*, 2001). D'autre part, Lockheed, le numéro un mondial de la défense, a fusionné avec Martin Marietta en 1995 et acquis Loral en 1997.

L'organisation de la restructuration de ce secteur a été plus délicate à effectuer en Europe pour deux raisons : cette réorganisation (1) contrecarre les objectifs d'indépendance concernant la sécurité nationale de chaque pays et (2) implique une vague de privatisations, la majorité des sociétés du secteur étant détenues par l'État. Toutefois, stimulés par les mouvements de leurs rivaux américains, les Européens se sont aussi mis au travail. L'idée consistait à mettre sur pied une société commerciale unique européenne. Dans ce cadre, la condition indispensable posée dès le départ par les parties en présence était la privatisation par la France d'Aérospatiale, la plus grande firme d'État du secteur. L'opération a été annoncée le 22 juillet 1998, fondant les racines de la future EADS. À la différence des privatisations par cessions de titres, l'État ne s'est pas retiré du capital de l'entreprise publique mais a procédé à une double augmentation de capital dans le cadre de sa fusion avec Matra et de l'introduction en bourse de l'entité post-fusion.

Cette opération a simplement entraîné une dilution de ses droits dans l'entreprise publique tout en lui permettant de conserver son statut d'actionnaire majoritaire, la privatisation n'étant que partielle.

La prochaine étape, largement anticipée par les marchés et les analystes financiers, devait regrouper les blocs britanniques (British Aerospace) et allemands (DASA, détenu par DaimlerChrysler) début 1999, avant d'intégrer l'entité française. Cependant, contre toute attente, les Britanniques annoncèrent le 19 janvier 1999 un changement de stratégie en renforçant leur position nationale par l'acquisition de GEC Marconi, la division électronique de défense du groupe GEC et modifièrent leur dénomination afin de refléter leur nouvelle orientation industrielle (BAE Systems). Cette opération leur permettait de concurrencer par eux-mêmes autant les Américains que les Européens. Elle a également souligné (1) la difficulté d'une fusion politique, (2) la priorité accordée à l'intérêt individuel sur l'intérêt général, et (3) l'autonomie des Britanniques dans le cadre européen. Cette décision créa un géant dont la taille anéantit tout espoir d'alliance avec DASA, qui refusa également un partenariat avec la société française tant que l'État restait actionnaire. Tout le processus anticipé par le marché a alors été remis en cause.

Sur le plan français, Aérospatiale et Matra annoncèrent leur rapprochement le 2 avril 1999, la nouvelle entité étant introduite en bourse le 4 juin 1999. La branche française était alors prête pour un rapprochement avec un autre européen, même si l'État français restait majoritaire dans la nouvelle entité. Les transactions politiques finirent par obtenir gain de cause auprès de la direction de DaimlerChrysler, l'accord de fusion entre les sociétés Aérospatiale Matra et DASA ayant été signé le 14 octobre 1999. À ce stade, l'État français devenait minoritaire mais en obtenant un droit de *veto*. La nouvelle société (appelée EADS) détenait 80 % d'Airbus et devenait la troisième compagnie aérospatiale et de défense du monde. British Aerospace détenait les 20 % restants. Au niveau espagnol, Construcciones Aeronautica (CASA) acceptait le 6 décembre 1999 d'adhérer au projet et de devenir membre d'EADS.

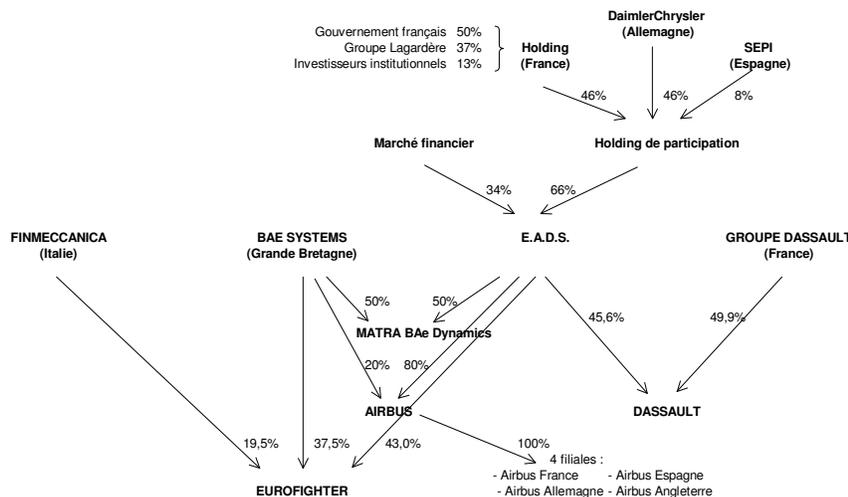
Concernant l'Italie, Finmeccanica négociait avec BAE Systems. Toutefois, à la surprise des marchés financiers, la société italienne optait à son tour pour EADS le 14 avril 2000, au détriment de l'entité britannique. Ce choix ne prit cependant pas la forme d'une fusion mais d'un partenariat contractuel au niveau des avions militaires.

Ces différents accords d'association isolaient BAE Systems en Europe. Au final, l'introduction en bourse d'EADS eut lieu le 10 juillet 2000, avec cotation de ses actions sur les bourses de Paris, Francfort et Madrid. Il faut souligner que chaque partie nationale restait indépendante juridiquement et constituait un associé distinct d'EADS, suite à l'apport de son activité au groupe.

La figure 1 montre la structure complexe de propriété de l'industrie européenne aérospatiale et de défense après la restructuration. Elle souligne les interactions juridiques entre les sociétés du secteur, mais les multiples relations contractuelles sur des projets ou des technologies spécifiques ne sont pas représentées.

Il faut noter que la privatisation des entités publiques du secteur demeurait partielle puisque les États européens (France et Espagne) conservaient leur participation pour environ 14 % d'EADS. En effet, la privatisation a pris la forme d'augmentations de capital à différents niveaux (Aérospatiale Matra et EADS) ou de fusions avec des firmes privées. Dans les deux cas, les États n'ont cédé aucune participation mais ont simplement accepté une dilution de leurs droits dans les anciennes entreprises publiques. Les gouvernements ont surtout obtenu un droit de *veto* dans les décisions d'EADS, permettant un contrôle ultime malgré leur participation financière devenue minoritaire.

Figure 1 – Structure de propriété de l'industrie européenne aérospatiale



Source : Ce tableau a été élaboré à partir des articles du Financial Times.

1.2. Les concurrents d'EADS

L'industrie mondiale aérospatiale et de défense est fortement concentrée, permettant une identification claire des quatre principaux concurrents d'EADS, notamment à partir de la base « *Hoovers on-line* » :

(1) Boeing est la première compagnie mondiale du secteur, mais la seconde pour son activité d'avionneur civil (60 % de ses ventes), au coude à coude avec Airbus. Boeing est également le numéro deux mondial de la défense juste derrière Lockheed Martin.

(2) Lockheed Martin est la première firme de défense au monde. Ses avions incluent les chasseurs à réaction F-16 et F-22, comme l'avion de transport C-130J. Le gouvernement américain représente 70 % des ventes.

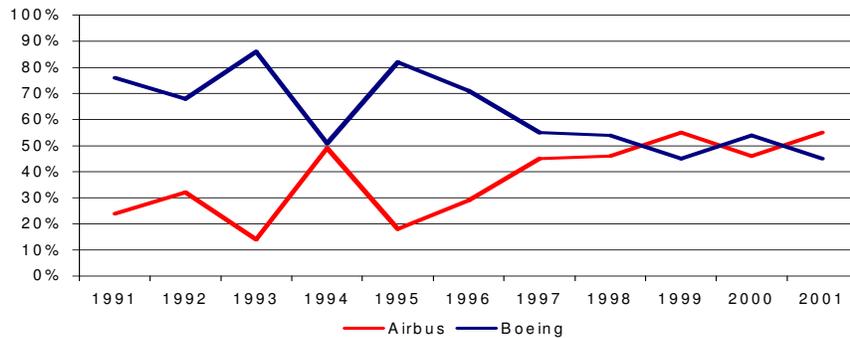
(3) BAE Systems (anciennement British Aerospace) est la quatrième société mondiale de défense et d'aérospatial juste derrière EADS. Ses activités concernent principalement la défense (à hauteur de 80 %) et elle est première en Europe dans ce secteur. Il est également important de noter que BAE détient une part de 20 % dans Airbus.

(4) Raytheon est le numéro cinq mondial du secteur. Il fournit les produits électroniques et les services, principalement au département américain de la défense (66 % des ventes), et construit des avions commerciaux et militaires. Ses produits électroniques (40 % des ventes) s'étendent des systèmes de combat à infrarouge aux radars à poissons pour pêcheurs, en passant par les missiles Hawk et Patriot.

Cette courte présentation des concurrents permet d'identifier Boeing comme l'entité la plus comparable à EADS, tant par la taille que par l'activité. En effet, la restructuration européenne en 2000 est très principalement civile car (1) les partenariats militaires sont plutôt réalisés par contrats de coopération que par fusion et (2) l'avion de transport militaire A400 n'est à cette période qu'à l'étape de projet. La figure 2 présente l'évolution des parts de marché (exprimées en commandes) de Boeing et Airbus (filiale d'EADS), illustrant le coude à coude entre les deux avionneurs.

D'autres sociétés n'ont pas retenu notre attention car elles sont comparativement plus petites (Bombardier, Dassault et Embraer) ou exercent des activités non directement liées à l'industrie aérospatiale (Northrop Grumman).

Figure 2 – Évolution des parts de marché de Boeing et d'Airbus (EADS)



Source : Ces données nous ont été communiquées par les services commerciaux d'Airbus.

1.3. Les clients

Nous concentrons notre étude sur l'observation des clients civils. En effet, il est particulièrement difficile d'identifier des clients militaires cotés, s'agissant essentiellement de gouvernements. Ainsi, nous avons sélectionné les compagnies aériennes cotées, considérées comme majeures dans leur secteur au regard de la taille de leur flotte.

Le tableau 1 présente l'échantillon des sociétés analysées (les données manquantes sont identifiées par « NA »). Les compagnies de transport majoritairement régionales sont volontairement exclues de notre échantillon car leur flotte comprend des avions de moindre taille de marque Bombardier (Canada) ou Embraer (Brésil), et non Airbus ou Boeing. Ainsi, les sociétés clientes retenues sont susceptibles de bénéficier d'un accroissement de la concurrence entre Airbus et Boeing. Il faut souligner que l'infériorité quantitative d'Airbus dans le tableau 1 (flotte existante) est comblée par les commandes (Figure 2, flotte à venir) qui permettront d'être à égalité avec Boeing dans un proche avenir, lorsque les commandes seront livrées.

Tableau 1 – Présentation des compagnies aériennes analysées

Compagnies aériennes	Détail de la flotte (nombre et pourcentage) en 2001		
	Total	Airbus	Boeing McDonnell
États-Unis	3 028	293	1 889
American Airlines	1 157	34 (3 %)	773 (67 %)
Continental Airlines	438	NA	NA
Northwest Airlines	514	126 (25 %)	118 (23 %)
United Airlines	543	133 (25 %)	410 (75 %)
Delta Airlines	814	0 (0 %)	588 (72 %)
Europe	1 479	315	593
Air France	373	142 (38 %)	102 (27 %)
Lufthansa	345	135 (39 %)	132 (38 %)
Alitalia	173	NA	NA
British Airways	373	38 (10 %)	236 (63 %)
KLM	215	0 (0 %)	123 (57 %)
Reste du monde	573	110	262
Japan Airlines	173	0 (0 %)	152 (88 %)
Air Canada	400	110 (28 %)	110 (28 %)

Source : Ces données sont disponibles dans le rapport annuel de l'exercice 2001 de chaque société.

2. Contexte et hypothèses

2.1. Rappel des performances à court terme des fusions et acquisitions

Les résultats de la littérature relative aux effets à court terme des fusions et acquisitions (F&A) convergent vers une absence de réaction significative pour l'acquéreur¹, par opposition à la création importante de valeur pour les actionnaires de la société cible (Jensen et Ruback, 1983). Les travaux ultérieurs ont affiné les résultats en mesurant l'effet du rapprochement au niveau global des opérations. Le tableau 2 reprend les principales études avec calcul des taux de rentabilité anormaux cumulés moyens (RACM) à la date d'annonce des opérations de F&A, tant pour la cible que pour l'acquéreur, ainsi que pour l'opération dans son ensemble. Les lettres a, b et c représentent respectivement une significativité aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %. La fenêtre

¹ Toutefois, il est important de souligner que les études récentes se focalisant uniquement sur les acquéreurs ont mis en évidence un léger impact positif significatif en ce qui concerne les acquisitions de plus petite taille (Fuller et al., 2002 ; Moeller et al., 2003).

d'événement est définie relativement à la date d'annonce, qui correspond par convention au jour 0.

Tableau 2 – Études portant sur la création de valeur à l'annonce des F&A

Étude	Fenêtre	# op.	Période	Cible	Acquéreur	Opération
Servaes (1991)	Non précisée	704	72-87	+23,64 % ^a	-1,07 % ^b	+3,66 % ^a
Kaplan et Weisbach (1992)	(-5,+5)	209	71-82	+26,60 % ^a	-1,49 % ^a	+3,74 % ^a
Mulherin et Boone (2000)	(-1,+1)	1 305	90-99	+20,20 % ^a	-0,37 %	+3,56 % ^a
Andrade et al. (2001)	(-1,+1)	3 688	73-98	+16,00 % ^a	-0,70 %	+1,80 % ^b
Campa et Hernando (2004)	(-30,+30)	262	98-00	+08,30 % ^a	+0,56 %	+0,95 %
Aktas et al. (2004b)	(-5,+5)	443	90-00	+10,15 % ^a	-0,15 %	+1,51 %

Un autre courant de recherche analyse l'impact sur les cours boursiers des clients et des concurrents (par exemple, Eckbo, 1983 ; Stillman, 1983 ; Eckbo et Wier, 1985 ; Song et Walkling, 2000), notamment dans le cadre de la politique anti-trust aux États-Unis. Concernant les clients, Mullin et al. (1995) ont montré que la consolidation du secteur de l'acier aux États-Unis avait permis une baisse des prix de l'acier. Plus récemment, Shahrur (2005) a validé l'accroissement du pouvoir de négociation de la nouvelle entité après F&A sur ses fournisseurs, à l'appui de la réaction des cours boursiers des concurrents, clients et fournisseurs à l'annonce de 563 F&A.

Nous utilisons cette méthodologie pour mesurer l'effet sur la création de valeur à chaque nouvelle annonce de la restructuration, étant donné que les sociétés analysées ne disposent pas de cours boursiers exploitables. Ce dernier point est notamment dû à l'actionnariat de l'État, lequel soulève un courant de littérature abondant et pluridisciplinaire.

2.2. Conséquence de la présence de l'État actionnaire

La constitution d'EADS a été lancée en décembre 1997 par les chefs de gouvernement des trois pays européens représentant les trois plus grandes sociétés du secteur : la première (Aérospatiale, France) détenue par l'État et les deux autres (British Aerospace, Royaume-Uni ; Dasa, Allemagne) détenues par des actionnaires privés. Cette décision avait pour but de faire face aux géants américains créés après les fusions des entreprises transatlantiques. Pendant la période des 19 mois de la réorganisation européenne, les annonces (accords, dissensions,

conditions, dates, promesses) sont venues autant des hommes politiques que des dirigeants (d'ailleurs parfois désignés par les gouvernements), ce qui souligne le niveau d'implication politique dans cette opération économique. La littérature souligne globalement une moindre création de valeur actionnariale lorsque l'État est actionnaire, en opposant la théorie de l'agence (source de sous-performance par rapport aux entreprises privées) à l'hypothèse de la rente (source d'excès de performance).

Les études antérieures mettent en avant trois causes possibles de sous-performance. (1) L'objectif premier de l'État actionnaire ne consisterait pas toujours à rechercher la rentabilité économique mais parfois à favoriser le bien-être social et l'intérêt général (Megginson et Netter, 2001 ; Sapienza, 2004) par une répartition de la richesse entre les différents partenaires des entreprises, introduisant la notion de valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998). L'État peut également favoriser la protection de certains secteurs par le biais de réglementations (Megginson et *al.*, 1994), ce qui semble possible dans notre cas de par la nature de l'activité qui touche à la sécurité nationale. (2) En second lieu, l'État dispose par son statut d'actionnaire d'une possibilité d'interventionnisme susceptible de générer des interférences politiques dans la gestion de l'entreprise (Boycko et *al.*, 1996) non conformes aux intérêts des autres actionnaires. (3) Enfin, la théorie des droits de propriété présume que la relation d'agence est moins bien encadrée qu'avec des actionnaires privés (Jensen et Meckling, 1976), les dirigeants étant souvent nommés par l'État actionnaire et rarement sanctionnés (Charreaux, 1997 ; Alexandre et Charreaux, 2004).

À l'opposé, certains arguments sont avancés par la littérature pour justifier un excès de performance lié à la présence de l'État, arguments généralement repris sous l'hypothèse de la rente. Ainsi, l'État apporterait une rente aux entreprises publiques par les différents avantages qu'il apporte à ces firmes. Il s'agit notamment d'une caution financière implicite (Laurin, 1998) ainsi que de prêts à des coûts avantageux (Sidak, 2001). De plus, l'implication de l'État dans une industrie est souvent liée à la réduction de la concurrence (Kole et Mulherin, 1997) et lui permet de modifier la réglementation en sa faveur, améliorant potentiellement les marges de l'entreprise avec l'établissement d'une rente de situation.

L'industrie aérospatiale constitue toutefois un cas spécifique. La réglementation de l'État ne porte pas sur la marge, puisque l'État est à la

fois actionnaire et principal client, mais plutôt sur les contrats autorisés (budget de la défense, autorisation de contrats à l'exportation). Cette particularité est renforcée par deux constats : d'une part, les États ont accepté de perdre la majorité au capital en échange d'un droit de *veto* leur garantissant le contrôle des activités, d'autre part, les États continuent à subventionner directement ou indirectement cette industrie, générant des conflits sans fin avec le concurrent Boeing. L'omniprésence salvatrice de l'État est logique dans un contexte de consolidation d'une restructuration mise en place par les gouvernements. Le soutien de l'État après cette privatisation s'est matérialisé par le flux de commandes pour l'avion militaire A400M dès sa mise sur le marché.

Notre article complète deux études cliniques existantes sur l'impact de l'État actionnaire. Boardman *et al.* (1986) montrent qu'une acquisition par l'État d'une société privée entraîne une réaction positive significative sur les cours des concurrents de la cible, celle-ci étant supposée devenir moins compétitive sous la direction du gouvernement. Confirmant cette interprétation, Eckel *et al.* (1997) constatent une destruction de valeur significative pour les concurrents de British Airways lors de sa privatisation, anticipant ainsi une hausse de sa compétitivité.

La restructuration du secteur européen aérospatial et de défense constitue de fait une privatisation à grande échelle avec, au final, le capital d'EADS réparti entre les États (14 %), les marchés financiers (40 %) et les sociétés holdings privées initiales. Toutefois, par opposition au cas de British Airways, la privatisation d'EADS présente deux grandes spécificités. D'une part, les États actionnaires (France et Espagne) ont conservé leurs participations, la privatisation ne se réalisant que par hausse de capital lors de l'introduction en bourse et par dilution lors de fusions avec des entités privées. D'autre part, le gouvernement français a obtenu un droit de *veto* dans la holding de participation française. Le cas EADS est alors difficilement comparable aux privatisations conventionnelles au cours desquelles l'État se retire financièrement et juridiquement des firmes privatisées.

De plus, bien que les gouvernements soient actionnaires minoritaires à la fin de la restructuration (14 % du capital d'EADS), ils ont entièrement dirigé les opérations afin de veiller à une répartition équitable du contrôle de ces activités. Cette volonté d'équilibre entre les États a entraîné la présence de deux dirigeants à la tête d'EADS représentant chacun son pays : l'Allemagne et la France. Ainsi, malgré une opération économique prenant la forme d'une privatisation incontestable,

ble des entreprises européennes du secteur, le marché mesure plus la crédibilité d'une restructuration économique négociée et mise en œuvre, au niveau politique, que la rentabilité attendue d'une privatisation.

La nature de cette privatisation favorise la disparition des faiblesses soulignées par la théorie de l'agence. En effet, les gouvernements réalisent cette restructuration pour concurrencer le bloc américain et lever des fonds afin de financer de nouveaux projets (A400M et A380). L'objectif annoncé et nécessaire concerne bien la séduction des nouveaux actionnaires, ce qui devrait se traduire par un effort de crédibilité de la part des gouvernements impliqués. L'obtention de ce résultat nécessite de donner au marché un signal fort de recherche de profit et d'arrêt de l'interventionnisme gouvernemental, tous deux validés par la présence minoritaire au capital des gouvernements et la constitution d'une société commerciale unique.

2.3. Concurrence et pouvoir de marché

Selon le modèle de Porter (1980), les principales forces de la concurrence au sein d'une industrie sont présentées dans la figure 3 et comprennent :

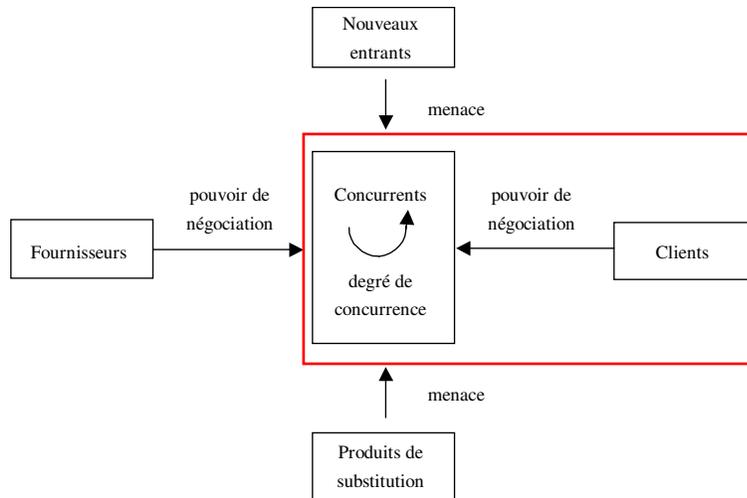
(1) les clients avec un pouvoir de négociation du fait de l'absence d'intermédiaire entre clients et fabricants dans ce secteur, et identifiés comme les compagnies mondiales de transport aérien international car les compagnies régionales achètent des avions Bombardier ou Embraer ;

(2) les fournisseurs avec également un pouvoir de négociation, mais non retenus dans notre étude du fait de la difficulté d'identification ;

(3) les concurrents avec une pression sur le rapport prix/qualité, laquelle peut particulièrement dépendre des vagues de la concentration, d'autant plus que le secteur aérospatial et de défense est un oligopole ;

(4) la menace de nouveaux entrants, peu probable au regard des barrières à l'entrée élevées liées à l'activité fortement capitalistique et aux relations commerciales grandement fondées sur la réputation ;

(5) la menace de produits de substitution durant la période étudiée reste marginale en ce qui concerne le secteur aéronautique, le TGV étant probablement l'exception pour les courtes distances en la matière.

Figure 3 – Les deux forces de la concurrence du secteur étudiées

Source : Porter (1980, p. 4).

Les événements augmentant la probabilité qu'une fusion se produise sont associés à des taux de rentabilité anormaux positifs pour les sociétés participant à la fusion. Les effets de la fusion sur les prix pour les sociétés rivales dépendent de l'effet concurrentiel de la fusion et peuvent donc être employés pour distinguer les deux ensembles alternatifs d'hypothèses : hypothèses de pouvoir du marché (HPM) et hypothèses d'efficacité économique (HEE).

Au sein des HPM, nous pouvons distinguer dans la littérature deux hypothèses secondaires : (1) l'hypothèse de « collusion », qui suppose une coopération tacite ou expresse entre la nouvelle entité et ses concurrents sur les prix, entraînant une hausse du cours du concurrent et une baisse de celui des clients ; (2) l'hypothèse du « prédateur », selon laquelle la nouvelle entité engage post-fusion une guerre des prix, avec une baisse des cours des concurrents et une hausse de ceux des clients.

L'HEE est plus complexe avec deux effets différents : (1) l'hypothèse de « productivité », qui suppose que la nouvelle entité va diminuer son coût moyen de production par une technologie innovante, avec un impact négatif sur les cours des concurrents et variable pour les clients, selon que le gain est partagé ou non ; (2) l'effet « informationnel », selon lequel la fusion signale l'existence d'une nouvelle

technologie ou de ressources sous-évaluées dans la même industrie, information que les concurrents vont utiliser avec un impact positif pour eux également, et neutre pour les clients car trop indirect.

Le tableau 3 illustre les hypothèses économiques considérées avec le signe des taux de rentabilité anormaux cumulés (RAC) attendus pour les sociétés concernées par l'opération, les concurrents et les clients. Il faut souligner que l'utilisation des sociétés concurrentes et clientes ne permet pas de discriminer entre les hypothèses du « prédateur » et de « productivité » (cf. section 3.4). Par ailleurs, la volonté de réussite gouvernementale, pour des raisons tant politiques que liées à l'importance des besoins financiers d'EADS, tend à anticiper une réussite économique de l'opération. Les résultats du tableau 3 sont indiqués dans le cadre de ce postulat. *A contrario*, les sens des réactions attendues seraient opposés.

Tableau 3 – Résultats attendus à l'annonce des principaux événements pour les parties concernées, les concurrents et les clients selon l'hypothèse économique retenue

Hypothèse économique (source des gains de fusion)	RAC pour les sociétés fusionnées	RAC pour les concurrents	RAC pour les clients
A. Événements augmentant la probabilité de la restructuration			
Pouvoir de marché :			
Collusion	Positif	Positif	Négatif
Prédateur	Positif	Négatif	Positif
Efficacité économique :			
Productivité	Positif	Négatif	Zéro ou positif
Information	Positif	Zéro ou positif	Zéro ou positif
B. Événements diminuant la probabilité de la restructuration			
Pouvoir de marché :			
Collusion	Négatif	Négatif	Positif
Prédateur	Négatif	Positif	Négatif
Efficacité économique :			
Productivité	Négatif	Positif	Zéro ou négatif
Information	Zéro	Zéro	Zéro

2.4. Hypothèse testée

Parmi les quatre hypothèses possibles présentées dans le tableau 3, la plus probable est celle du « prédateur » pour les raisons développées ci-dessous.

Concernant la HEE, les hypothèses d'information et de productivité ne semblent pas tenables car toutes les sociétés qui constituent EADS travaillaient déjà ensemble avant la restructuration. La création d'EADS n'a entraîné aucune modification dans le procédé de production (éléments toujours fabriqués dans chaque pays séparément), la masse salariale ou le personnel de recherche. Seule la centralisation de l'administration peut entraîner une réduction de coûts mais, d'une part la direction est bicéphale (Allemagne et France), d'autre part, les entités juridiques restent distinctes comme l'indique la figure 1.

Concernant la HPM, l'hypothèse du « prédateur » est plus cohérente que celle de collusion en raison de la guerre des prix continuelle entre les deux géants (Airbus et Boeing), comme le soulignent les articles du Financial Times. En effet, la création d'EADS vise à concurrencer Boeing, notamment par la mise en place d'une seule société de type commercial, avec deux conséquences principales. D'une part, une entité unique peut proposer la gamme entière de produits (comme Boeing), tandis qu'avant la restructuration, chaque entreprise participait à la construction des avions d'Airbus mais offrait des produits spécifiques (missiles, avions d'entraînement, radars, etc.) éventuellement en coopération avec des concurrents selon les projets. D'autre part, une structure commerciale favorise la lisibilité de l'information financière par les investisseurs, condition fondamentale pour faciliter l'augmentation de capital par introduction en bourse d'EADS juste après sa création. Par opposition, avant la restructuration, les membres d'Airbus coopéraient grâce à un GIE (Groupement d'Intérêt Economique), une structure légale française visant le partage de compétences et un profit nul par définition. Les états financiers étaient alors difficilement exploitables par les marchés boursiers. EADS doit à présent rendre des comptes à ses actionnaires et générer du profit dans ses propres comptes.

Ainsi, nous testons l'hypothèse économique du prédateur avec deux possibilités : soit l'intervention permanente de l'État dans cette restructuration est perçue négativement (théorie de l'agence, avec une gestion non optimale de la restructuration), soit positivement (hypothèse de la rente et des garanties implicites). Toutefois, au regard de l'obligation

de résultat de cette restructuration, tant sur le plan politique que financier pour les besoins de développement d'Airbus, nous anticipons un soutien des gouvernements et une réaction positive des marchés financiers.

3. Données et méthodologie

Les études d'événements sur cours boursiers trouvent leurs fondations dans les travaux de Fama et *al.* (1969), avec de multiples évolutions synthétisées par Binder (1998). Cette méthodologie nécessite de procéder en plusieurs étapes : la définition des événements, des dates correspondantes et l'obtention des données boursières nécessaires, le calcul de la réaction générée par l'événement ainsi que de la mesure de son caractère significatif sur le plan statistique.

Il est important de préciser que chaque événement fait l'objet d'une analyse indépendante car les annonces spécifiques à certaines firmes perturbent l'homogénéité des données et ne permettent pas de sommer les réactions sur l'ensemble des fenêtres pour toutes les firmes.

3.1. Événements et données de marché

L'identification des événements et de leur date d'annonce a été réalisée *via* la presse financière (Financial Times, Les Échos et La Tribune), avec la vérification de plus de 2 000 articles sur la période du 1^{er} janvier 1998 au 30 septembre 2000. Le tableau 4 présente les événements principaux relatifs à la constitution d'EADS, ainsi que les impacts prévus pour les sociétés concurrentes ou clientes d'EADS à l'annonce de ces événements sous l'hypothèse du « prédateur ». Les signes plus ou moins, indiqués entre parenthèses, correspondent au signe de l'effet de l'annonce respectivement sur le concurrent et sur le client. Nous avons également examiné la presse financière pour identifier les événements spécifiques aux entreprises qui pourraient avoir affecté le cours des actions des concurrents et des clients considérés (par exemple, annonce de résultat trimestriel, action gratuite, grands contrats ou rumeurs) indépendamment des événements spécifiques à la naissance d'EADS.

Tableau 4 – Principaux événements relatifs à la naissance d'EADS avec les réactions prévues (signes et significativité)

Date	Événement	Significativité prévue	Commentaires
22/07/98	Décision de privatisation d'Aérospatiale	Haut (- ; +)	Condition <i>sine qua non</i> du départ de la réorganisation européenne globale
19/01/99	Acquisition de GEC Marconi par BAE	Haut (+ ; -)	Événement inattendu, qui remet en cause la base prévue anglo-allemande de la restructuration, cette première étape ayant pour but de diminuer le poids de l'État français
15/02/99	Privatisation d'Aérospatiale	Faible (- ; +)	Prévue depuis 22/07/98, même si les marchés financiers doutaient des intentions françaises
02/04/99	Accord de fusion entre Aérospatiale et Matra	Faible (- ; +)	Événement considéré par les analystes comme probable mais incertain au regard du maintien de l'État français au capital, alors que Monsieur Lagardère (groupe Matra) exigeait une privatisation totale d'Aérospatiale pour autoriser la fusion
12/06/99	Accord de fusion entre Dasa et Casa	Faible (- ; +)	Entité non prévue dans la restructuration européenne car spécialisée dans les petits avions d'entraînement. Toutefois, la faible taille de Casa au regard de celle de Dasa ne permet pas d'anticiper une réaction significative
14/10/99	Accord de fusion entre Aérospatiale Matra et Dasa	Faible (- ; +)	Partiellement anticipé suite au rachat de GEC Marconi par BAE car c'était la seule stratégie possible pour Dasa, mais incertain en raison d'annonces contradictoires les semaines précédentes

Il faut souligner que depuis le 19/01/99, BAE n'est plus une société concernée par la fusion mais un concurrent.

Tableau 5 – Caractéristiques des entreprises analysées

Nom	Rôle	Pays	Index	Devise ²
BAE Systems	Concurrent	Royaume Uni	FTSE 100	Livre
Boeing	Concurrent	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Lockheed Martin	Concurrent	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Raytheon	Concurrent	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
United Airlines	Client	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Northwest Airlines	Client	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Lufthansa	Client	Allemagne	DAX	Mark *
Japan Airline	Client	Japon	NIKKEI 225	Yens
Delta Airlines	Client	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Continental Airline	Client	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
British Airways	Client	Royaume Uni	FTSE 100	Livre
American Airlines	Client	Etats-Unis	S&P 500	Dollar
Alitalia	Client	Italie	Milan Comit	Lire *
Air France	Client	France	CAC 40	Franc *
Air Canada	Client	Canada	Toronto 300	Dollar
KLM	Client	Pays-Bas	CBS global	Florin *

² Depuis le 1^{er} janvier 1999, les pays de la zone Euro indiqués par un astérisque ont maintenu des taux de conversion fixe avec l'Euro (et par conséquent entre eux).

Les cours boursiers quotidiens ont été extraits de la base Datastream disponible à l'Université de Lille 2. S'agissant de bourses différentes selon les entités, nous avons pris en compte la devise de cotation ainsi que l'indice boursier local. Le tableau 5 présente les caractéristiques des sociétés analysées, tant concurrentes que clientes, ainsi que des informations sur l'indice de marché des actions utilisé comme substitut pour le portefeuille de marché et la devise de cotation.

3.2. Méthodologie

La première étape pour isoler l'effet d'un événement consiste à construire un modèle pour les taux de rentabilités dits « normaux » ; c'est-à-dire ceux observés en l'absence de l'événement. Nous avons décidé d'employer classiquement le modèle de marché (1), présenté par Sharpe (1963), suite à sa robustesse réputée pour les études d'événements à court terme (Brown et Warner, 1985) :

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{M,t} + \varepsilon_{j,t}, \quad (1)$$

où $R_{j,t}$ est le taux de rentabilité observé pour la firme j le jour t , $R_{M,t}$ est un indice local du pays de cotation de la firme j , α_j et β_j sont les paramètres estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), et $\varepsilon_{j,t}$ représente le résidu de la régression. Toutes les données sont converties en dollar américain afin d'homogénéiser les résultats. Toutefois, Aktas et *al.* (2004b) montrent que l'utilisation de devises locales, d'indices locaux ou internationaux n'a pas d'incidence significative sur le résultat de ce type d'études d'événements.

Les estimations de régression ont été calculées en utilisant 200 observations quotidiennes avant l'annonce initiale, avec une période tampon de 30 jours juste avant la fenêtre d'événements pour limiter les risques de contamination par une éventuelle fuite d'information. La fenêtre d'événements comprend sept observations centrées autour de la date d'annonce (jour zéro). Ainsi, la période d'estimation s'étend du 30 juillet 1997 au 30 juin 1998, fenêtre identique pour chaque société afin d'établir des bases comparables.

La deuxième étape consiste à déterminer l'écart anormal. La relation 1 nous permet de décomposer le taux de rentabilité observé quotidien $R_{j,t}$ en deux composants : le taux de rentabilité normal attendu

$(E(r_{j,t}) = \alpha_j + \beta_j R_{M,t})$ et la partie du taux de rentabilité de la firme expliquée par les mouvements du marché et, en conséquence, spécifique à la firme ($\epsilon_{j,t}$). Nous allons nous focaliser sur le deuxième composant pour interpréter l'impact spécifique de l'annonce sur la firme. La relation 2 permet alors de mesurer le taux de rentabilité anormal :

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - E(R_{j,t}) \quad (2)$$

où $RA_{j,t}$ correspond au taux de rentabilité anormal de la firme j le jour t ; $R_{j,t}$ est le taux de rentabilité observé de la firme j en t et $E(R_{j,t})$ est l'estimation du taux de rentabilité normal établie à l'aide du modèle de marché.

Une fois réalisée l'estimation des taux de rentabilité anormaux de chaque entreprise et pour chaque jour, nous les avons alors cumulés sur la période d'événements afin de calculer le taux de rentabilité anormal cumulé (RAC) par société et par événement.

La dernière étape consiste à tester la significativité du RAC pour vérifier si l'événement a eu un impact différent de zéro sur le plan statistique. Ainsi, nous avons calculé pour chaque firme et pour chaque événement les statistiques de Student. L'approche paramétrique utilisée est celle suggérée par Ruback (1982), qui suppose une distribution normale des RAC et tient compte de leur autocorrélation. Chaque taux de rentabilité anormal cumulé entre le jour K et le jour L a été testé avec un t de Student ajusté ($t = RA_{KL} / \sigma(RA_{KL})$). Nous avons obtenu l'estimation de l'écart-type ajusté de l'autocovariance des taux de rentabilité avec la formule suivante :

$$\sigma(RA)_{KL} = (T \sigma^2(RA_t) + 2(T-1) \sigma(RA_t, RA_{t-1}))^{1/2} \quad (3)$$

où, T correspond à $L - K + 1$ et $\sigma^2(RA_t)$ et $\sigma(RA_t, RA_{t-1})$ sont respectivement la variance et l'autocovariance des taux de rentabilités anormaux estimés sur la fenêtre d'estimation. Bruner (1999) et Aktas et al. (2001) sont des exemples d'une application récente de cette méthodologie.

Pour les concurrents, nous avons réalisé l'analyse au niveau de chaque firme seulement, l'échantillon étant trop petit pour inférer un éventuel effet moyen des annonces. De plus, Salinger (1992) montre que le

parfait chevauchement entre les périodes d'événements des différentes firmes génère une corrélation des taux de rentabilité anormaux dans l'étude en coupe transversale, impliquant une sous estimation de l'écart-type de ces taux. Afin de surmonter cette difficulté pour les clients, nous avons adopté une approche de formation de portefeuille, fréquemment employée depuis Mandelker (1974) et Jaffe (1974), et par Aktas et al. (2004b) sur l'impact de la régulation européenne sur les cours boursiers des entreprises impliquées dans des opérations de F&A. Ainsi, nous avons estimé le taux de rentabilité anormal avec la relation 2 pour chaque entreprise, puis chacune a été pondérée dans un portefeuille global par sa capitalisation boursière.

4. Résultats

Les réactions des cours boursiers des concurrents et principaux clients d'EADS pour les six événements retenus sont présentés dans le tableau 6. Les lettres a, b et c représentent respectivement une significativité aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %. Nous avons analysé les articles du Financial Times dans la fenêtre d'événements pour toutes les firmes afin d'identifier la présence éventuelle d'annonces spécifiques aux firmes analysées. Ainsi, l'astérisque identifie les réactions *a priori* liées à ces événements spécifiques à une entreprise et non à l'annonce.

Tableau 6 – Taux de rentabilité anormaux cumulés pour les concurrents et clients

	Concurrents				Portfeuille de clients
	Boeing	Lockheed	Raytheon	BAE	
Événement 1. Annonce de privatisation d'Aérospatiale					
RAC (%)	-19,48 ^a	-2,11	-1,81	11,40 ^a	-6,12 ^{b*}
p-valeur	0,00	0,56	0,69	0,01	0,02
Événement 2. Acquisition de GEC Marconi par BAE					
RAC (%)	2,55	-4,57	0,42	-14,21 ^a	-8,26 ^{a*}
p-valeur	0,60	0,21	0,93	0,00	0,00
Événement 3. Privatisation d'Aérospatiale					
RAC (%)	0,20	-1,59	-5,05	-13,55 ^a	-0,48
p-valeur	0,97	0,66	0,26	0,00	0,84
Événement 4. Accord de fusion entre Aérospatiale et Matra					
RAC (%)	-0,11	-4,50	2,58	-2,48	5,46 ^b
p-valeur	0,98	0,21	0,57	0,57	0,03
Événement 5. Accord de fusion entre Dasa et Casa					
RAC (%)	-0,50	-13,86 ^{a*}	0,87	-4,41	-3,60
p-valeur	0,92	0,00	0,85	0,32	0,15
Événement 6. Accord de fusion entre Aérospatiale Matra et Dasa					
RAC (%)	1,71	-21,04 ^{a*}	-47,16 ^{a*}	-6,73	0,28
p-valeur	0,72	0,00	0,00	0,13	0,91

Comme nous testons l'hypothèse du « prédateur », nous devrions obtenir une destruction de valeur pour les concurrents contre une création pour les clients pour toute annonce augmentant la probabilité de réalisation de la restructuration.

Avant de commenter les résultats obtenus à chaque événement, il faut souligner deux points : (1) le cas de BAE qui devient concurrent d'EADS à compter de l'événement 2, suite à sa décision de concentration britannique, et (2) la situation des concurrents militaires qui ne subissent aucune réaction significative, à l'exception des événements 5 et 6 malheureusement concomitants avec des alertes sur résultat. Cette situation confirme l'analyse des concurrents en section 2 : seul Boeing constitue une entité comparable à EADS (chiffre d'affaires comparable, répartition des activités civile et militaire similaire avec une prépondérance forte pour la première, le projet A400M n'ayant vu le jour qu'après la restructuration). Ce constat entraîne également une conclusion complémentaire : la restructuration civile était réalisée et non celle de la branche militaire, la volonté de créer une entité militaire unique n'étant alors pas considérée comme crédible aux yeux des investisseurs.

Dans ce cadre, nous concentrerons nos commentaires sur le concurrent phare (Boeing), le nouveau concurrent (BAE) initialement partenaire et le portefeuille clients.

4.1. Événement 1 – la privatisation d'Aérospatiale le 22 juillet 1998

L'annonce par le gouvernement français de la privatisation d'Aérospatiale constitue une date fondamentale car cette décision débloque l'amorce de la restructuration européenne. En effet, le blocage de principe résultait d'un consensus des gouvernements britannique et allemand, tous deux étant absents du capital des firmes de leur pays. Le marché semble avoir perçu l'acceptation de cette condition par la France comme une étape constructive pour la consolidation du secteur car l'impact est (1) significativement négatif sur le cours des actions de Boeing, ce qui valide l'idée de l'arrivée d'un concurrent plus compétitif et (2) significativement positif pour BAE, laquelle est encore en négociation avec Dasa à cette époque pour participer au mouvement européen et devrait donc bénéficier de cette hausse du pouvoir concurren-

tiel. Ces réactions sont compatibles avec l'hypothèse du « prédateur » et valident l'anticipation de la constitution d'un géant économique.

Pour ce qui concerne le portefeuille de clients, l'impact négatif significatif semble ne pas être lié à l'événement étudié, l'industrie du transport aérien étant affectée par trois avertissements sur bénéfice (KLM, American Airlines et Air Canada) annoncés dans la fenêtre d'événement.

4.2. Événement 2 – l'acquisition de GEC Marconi par BAE le 19 janvier 1999

L'annonce de l'acquisition de GEC Marconi par BAE a eu un impact négatif sur BAE significatif au seuil de 1 %. Selon les analystes, ceci est principalement expliqué par le prix élevé (12,7 milliards de dollar) payé par BAE pour obtenir la branche d'électronique de défense de GEC. Une autre explication serait l'élimination de BAE du processus européen de par l'importante taille du nouveau groupe britannique qui déséquilibrerait une éventuelle alliance européenne. Ainsi, BAE isolé ne pourrait participer à la hausse du pouvoir concurrentiel visé par la restructuration.

Boeing ne subit plus aucun impact significatif après l'annonce initiale de la privatisation d'Aérospatiale. Cette situation suppose implicitement que le marché américain a entièrement anticipé tous les risques liés à la possibilité de la restructuration à venir en Europe dès cette première information.

Concernant les clients et comme pour l'événement 1, le caractère significatif de leur réaction n'a *a priori* pas de lien avec l'opération et est lié à trois autres avertissements de bénéfice (Delta Airlines, Northwest Airlines, American Airlines) annoncés le jour suivant.

4.3. Événement 3 – la privatisation d'Aérospatiale le 15 février 1999

La réalisation de la privatisation d'Aérospatiale était sans aucun doute anticipée puisque annoncée six mois plus tôt. Dans ces conditions, une absence de réaction significative était probable. Ainsi, depuis de nombreuses années, les études d'événements se penchent sur les annonces des opérations et non les réalisations des opérations car les marchés réagissent dès l'annonce de l'opération à venir. Toutefois,

nous avons retenu cette date car la presse financière semblait douter de la fermeté de l'État français dans la mise en place de cette privatisation, introduisant ainsi une incertitude sur la réalisation de l'opération.

De fait, BAE subit une destruction de valeur significative de -13,55 %, alors même qu'elle annonce le même jour un contrat de vente d'hélicoptères Eurofighter (37,5 % possédés par BAE) à la Grèce. Cette réaction négative des marchés valide la crédibilité accordée à cette restructuration car cette privatisation par la France ouvre la porte à un rapprochement avec la firme privée française Matra, puis éventuellement l'allemand Dasa. Ces étapes isolent davantage BAE, qui se voit écartée du processus.

Pour les clients, les variations de cours non significatives des clients n'appellent pas de commentaires.

4.4. Événement 4 – Accord de fusion entre Aérospatiale et Matra le 2 avril 1999

Le rapprochement était sans doute anticipé dès l'annonce de la privatisation d'Aérospatiale malgré les déclarations de Monsieur Lagardère qui laissaient peser une légère incertitude sur la réalisation de l'opération.

L'impact sur les cours des rivaux semble être négatif bien que non significatif. Par contre, cet accord constitue le seul événement générant une réaction significative positive sur les clients et non influencée par des événements spécifiques aux clients autour de la fenêtre étudiée (après vérification dans la presse financière). Cette annonce permet de renforcer l'hypothèse d'une concurrence à venir plus forte dont les clients bénéficieraient par une baisse des prix. Ainsi, cette création de valeur semble valider l'hypothèse du « prédateur ».

4.5. Événement 5 – Accord de fusion entre Dasa et Casa le 12 juin 1999

Cette annonce n'a eu aucun impact significatif sur les compagnies rivales américaines et les clients, ce qui s'explique notamment par la taille modeste de Casa au regard des autres entités. La réaction négative et significative de Lockheed est due à un avertissement sur bénéfice. Pour les clients, la réaction du marché est négative sans être significative. Le signe de leur réaction est principalement dû à trois avertis-

sements de bénéfice (Lufthansa, United Airlines et American Airlines) annoncés dans la fenêtre d'événements.

La dimension européenne de cette fusion semble expliquer la destruction de valeur de -4,41 % pour BAE, notable bien que non significative aux seuils conventionnels. En effet, BAE était auparavant en négociation pour s'allier à Casa, qui a préféré le bloc européen continental. Cette décision accroît l'isolement de BAE mais consolide EADS dans son élargissement européen. Cette intégration du bloc italien nationalisé (filiale de la société holding d'État) favorise la crédibilité industrielle et économique d'EADS et semble valider l'absence de perception par les marchés financiers d'une éventuelle incidence négative de l'intervention des gouvernements.

4.6. Événement 6 – Accord de fusion entre Aérospatiale Matra et Dasa le 14 octobre 1999

Cette fusion était prévisible à compter de l'annonce de la fusion de Matra avec Aérospatiale, au regard des commentaires des analystes bien que les déclarations allemandes craignaient l'interventionnisme de l'État français dans la gestion de la future entité. Dasa avait clairement manifesté son intention de s'associer avec un autre européen, les deux entités de taille proche étant Aérospatiale (non désirée par Dasa à cause de la présence du gouvernement français au capital) ou BAE (également non souhaitée suite à sa grande taille après son rachat de GEC Marconi).

Le caractère partiellement anticipé de cette opération explique sans doute l'absence de réaction significative pour les concurrents comme pour les clients, sachant que (1) la réaction significative de Raytheon est principalement due à son avertissement sur bénéfice le même jour, (2) un article du Financial Times suggère que ce dernier événement a également eu un effet de contagion sur Lockheed, et explique sa propre destruction de valeur significative, et (3) la création de valeur pour Boeing est expliquée par une annonce d'amélioration de ses bénéfices.

Par contre, Dasa étant le premier interlocuteur de BAE pour la restructuration européenne, sa décision de s'associer au français isole définitivement BAE. Cette situation renforce le pouvoir de marché d'EADS et affaiblit celui de BAE. Ce manque à gagner par l'entité britannique se traduit par une nouvelle destruction de valeur notable de -6,73 % sans être significative aux seuils conventionnels.

Conclusion

Dans cette étude, nous avons analysé les événements menant à la création d'EADS. Afin de tester l'attitude de « prédateur » de la nouvelle entité et en accord avec la nature oligopolistique du secteur, nous avons observé les réactions des cours boursiers des concurrents et des clients pour mesurer la crédibilité accordée par les marchés financiers à l'action politique européenne de restructuration du secteur aérospatial et de défense. L'ensemble des résultats obtenus sur les signes et les analyses des taux de rentabilité anormaux semblent indiquer que les marchés financiers considèrent EADS comme un concurrent crédible face aux principales sociétés établies dans l'industrie. Les impacts principaux sont situés sur (1) Boeing, concurrent le plus proche sur le plan industriel et directement visé par les annonces des gouvernements comme des dirigeants des firmes européennes et (2) BAE, société initialement prévue pour participer à cette restructuration qui, suite à une décision de repli national, a souffert d'un isolement économique entraînant des pertes de valeur à chaque nouvelle annonce de l'avancée d'une réorganisation dont elle ne cueillerait pas les fruits. Cette situation valide *ex-ante* l'hypothèse du « prédateur ».

Notre analyse suggère que la création d'EADS a augmenté la pression de la concurrence dans l'industrie. En effet, la destruction de valeur significative de -19,48 % pour Boeing à l'annonce de la privatisation d'Aérospatiale (22/07/1998) constitue un signal fort donné par la communauté des investisseurs aux dirigeants de Boeing sur l'anticipation de la hausse de pression concurrentielle d'Airbus. Comme initialement prévu, la direction d'EADS a annoncé sa volonté de concurrencer Boeing sur son double monopole : les avions gros porteurs (A380) et les avions militaires de transport (A400M). Après ces décisions, Boeing a décidé de concentrer son activité sur les avions militaires. Ce point renforce *ex-post* l'hypothèse du « prédateur ».

Cette étude met en lumière le succès de la restructuration d'une industrie entière menée par les gouvernements et avec de nombreuses entreprises d'État impliquées dans ce processus, malgré les craintes soulevées par la littérature sur l'impact de l'État sur la création de valeur actionnariale. Le succès de l'opération, tant financier qu'industriel, montre que l'hypothèse du « prédateur » testée pour British Airways (Eckel et al., 1997) est vérifiée pour EADS. Il faut toutefois souligner que la cause de ce succès ne peut être clairement identifiée car deux

paramètres interviennent simultanément : les bienfaits attendus d'une privatisation accompagnée d'un amoindrissement de la présence de l'État de par sa dilution dans ses droits au capital d'une part, et une gestion politique d'une restructuration économique délicate tant culturellement que financièrement entre des firmes privées et publiques d'autre part.

Notre apport consiste à aborder une privatisation atypique sur de nombreux points : (1) réalisée par voie de fusion et d'augmentation de capital, (2) pleinement encadrée par les gouvernements des pays concernés pour des raisons stratégiques alors que leurs droits dans l'entité finale sont minimes, (3) analysée par le biais original des études d'événements.

Une amélioration de cette étude consisterait à recueillir des informations qualitatives par des entretiens auprès des entreprises concernées ainsi que des analystes financiers. Par ailleurs, elle gagnerait à être complétée sur le plan quantitatif par des variables comptables. Mais un tel approfondissement exige plus de données historiques que celles disponibles. Afin de contourner ce problème, nous avons favorisé l'approche financière conventionnelle avec une analyse des variations des cours boursiers.

Bibliographie

Aktas N., de Bodt E., Levasseur M. et Schmitt A. (2001), « The Emerging Role of the European Commission in Mergers and Acquisitions Monitoring : The Boeing-McDonnell Douglas Case », *European Financial Management*, vol. 7, p. 447-480.

Aktas N., de Bodt E. et Liagre L. (2004a), « État actionnaire et création de valeur : le cas des fusions – acquisitions », *Banque & Marchés*, vol. 71, p. 5-18.

Aktas N., de Bodt E. et Roll R. (2004b), « Market Response to European Regulation of Business Combinations », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, p. 731-758.

Alexandre H. et Charreaux G. (2004), « Efficiency of French Privatizations : A Dynamic Vision », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, p. 467-494.

- Andrade G., Mitchell M. et Stafford E. (2001), « New Evidence and Perspectives on Mergers », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, p. 103-120.
- Binder J. (1998), « The Event Study Methodology since 1969 », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 11, p. 111-137.
- Boardman A., Freedman R. et Eckel C. (1986), « The Price of Government Ownership : A Study of the Domtar Takeover », *Journal of Public Economics*, vol. 31, p. 269-285.
- Boycko M., Shleifer A. et Vishny R. (1996), « A Theory of Privatization », *American Economic Review*, vol. 106, p. 309-319.
- Brown J. et Warner J. (1985), « Using Daily Stock Returns : the Case of Event Studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 3-31.
- Bruner R. (1999), « An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and Proposed Merger of Volvo and Renault », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 125-166.
- Campa J. et Hernando I. (2004), « Shareholder Value Creation in European M&As », *European Financial Management*, vol. 10, p. 47-81.
- Charreaux G. (1997), « L'entreprise publiques est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion*, vol. 115, p. 38-56.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1-2, p. 57-88.
- Eckbo E. (1983), « Horizontal Mergers, Collusions, and Stockholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 241-273.
- Eckbo E. et Wier P. (1985), « Antimerger Policy under the Hart-Scott-Rodino Act : A Reexamination of the Market Power Analysis », *Journal of Law & Economics*, vol. 28, p. 119-149.
- Eckel C., Eckel D. et Singal V. (1997), « Privatization and Efficiency : Industry Effects of the Sale of British Airways », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, p. 275-298.
- Fama E. (1970), « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25, p. 387-417.
- Fama E. (1991), « Efficient Capital Markets II », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 1575-1618.
- Fama E., Fisher L., Jensen M. et Roll R. (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, p. 1-21.

- Fuller K., Netter J. et Stegemoller M. (2002), « What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make many Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 57, p. 1763-1793.
- Jaffe J.F. (1974), « Special Information and Insider Trading », *Journal of Business*, vol. 47, p. 410-428.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Jensen M. et Ruback R. (1983), « The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 5-50.
- Kaplan S.N. et Weisbach M.S. (1992), « The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures », *Journal of Finance*, vol. 47, p. 107-138.
- Kole S. et Mulherin H. (1997), « The Government as Shareholder : A Case from the United States », *Journal of Law and Economics*, vol. 40, p. 1-22.
- Laurin C. (1998), « La réaction des marchés boursiers au changement dans les mécanismes de régie d'entreprise : le cas des privatisations », *Gestion*, vol. 23-3, p. 48-54.
- Mandelker G. (1974), « Risk and Return : The Case of Merging Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 1, p. 303-336.
- Meggison W., Nash R. et Van Randenborgh M. (1994), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : an International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 49, p. 403-452.
- Meggison W. et Netter J. (2001), « From State to Market : A Survey of Empirical Studies on Privatization », *Journal of Economic Literature*, vol. 2, p. 321-389.
- Moeller S., Schlingemann F. et Stulz R. (2003), « Firm Size and the Gains from Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 73, p. 201-228.
- Mulherin J. et Boone A. (2000), « Comparing Acquisitions and Divestitures », *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, p. 117-139.
- Mullin G., Mullin J. et Mullin W. (1995), « The Competitive Effects of Mergers : Stock Market Evidence from the US Steel Dissolution Suit », *RAND Journal of Economics*, vol. 26, p. 314-330.
- Pochet C. (2000), « Audit d'acquisition et expertise indépendante dans les opérations de fusions – acquisitions : le cas Aérospatiale Matra », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3-3, p. 181-209.

- Porter M. (1980), *Competitive Strategy : Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York.
- Ruback R. (1982), « The Conoco Takeover and Stockholder Returns », *Sloan Management Review*, vol. 23, p. 13-33.
- Salinger M. (1992), « Standard Errors in Event Studies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, p. 39-53.
- Sapienza P. (2004), « The Effects of Government Ownership on Bank Lending », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 2, May, p. 357-384.
- Servaes H. (1991), « Tobin's Q and the Gains from Takeovers », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 409-419.
- Sharpe W. (1963), « A Simplified Model for Portfolio Analysis », *Management Science*, vol. 9, p. 277-293.
- Shahrur H. (2005), « Industry Structure and Horizontal Takeovers : Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers », *Journal of Financial Economics*, vol. 76, p. 61-98.
- Sidak J. (2001), « Acquisitions by Partially Privatized Firms : The Case of Deutsche Telekom and Voicestream », *Federal Communications Law Journal*, vol. 54, p. 1-30.
- Song M. et Walkling R. (2000), « Abnormal Return to Rivals of Acquisition Targets : A Test of the Acquisition Probability Hypothesis », *Journal of Financial Economics*, vol. 55, p. 143-171.
- Stillman R. (1983), « Examining Antitrust Policy towards Horizontal Mergers », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 225-240.