

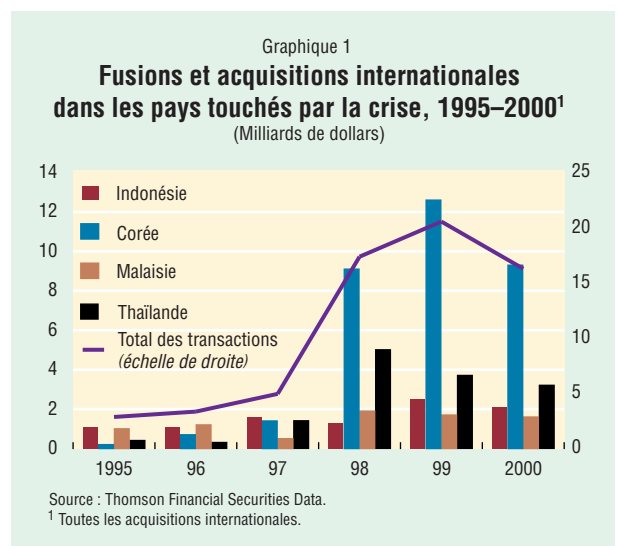
Fusions et acquisitions en Asie de l'Est

Tendances et conséquences

Depuis la crise financière en Asie de l'Est, les fusions et acquisitions internationales se sont multipliées. Qu'est-ce qui a déclenché ce regain d'activité, et quels en sont les effets et les avantages potentiels pour les économies de la région qui sont en proie à des difficultés financières?

Ashoka Mody et Shoko Negishi

LES FUSIONS avec des entreprises nationales ou leur acquisition par des entreprises internationales — fusions et acquisitions (F&A) internationales — ont connu une progression spectaculaire en Asie de l'Est à la suite de la crise financière de 1997. Il est encore trop tôt pour en tirer de fermes conclusions, mais l'examen des premières observations n'est pas sans intérêt. Cette nouvelle vague de F&A a été déclenchée par d'importants changements de politique après la crise, en particulier en Corée et en Thaïlande. Certains s'attendaient à ce que ces fusions et acquisitions accélèrent l'indispensable restructuration des entreprises et du secteur financier et, partant, favorisent une reprise économique plus rapide. Mais les F&A internationales n'ont guère stimulé la reprise économique après la crise. Elles n'ont pas non plus constitué, pour la plupart, des opérations hostiles, comme d'autres observateurs le craignaient. Il est aussi important de noter qu'elles ont été concentrées dans les secteurs de services non échangeables, qui étaient traditionnellement à l'abri de la concurrence. Ces



F&A peuvent être porteuses d'avantages à long terme lorsqu'elles s'accompagnent de politiques visant à favoriser la concurrence et à améliorer le gouvernement d'entreprise.

Tendances régionales récentes

La valeur des F&A internationales dans les pays d'Asie de l'Est touchés par la crise (Corée, Indonésie, Malaisie et Thaïlande) a considérablement augmenté, passant de 3 milliards de dollars en 1996 à 22 milliards de dollars en 1999, avant de se replier légèrement à 18 milliards de dollars en 2000 (graphique 1). (Sauf indication contraire, les références statistiques aux fusions et acquisitions internationales dans cet article se rapportent aux acquisitions de plus de 50 % du capital par des investisseurs étrangers.) Cette augmentation tient en grande partie à la progression considérable de ces activités en Corée (13 milliards de dollars en 1999) et en Thaïlande (4 milliards de dollars la même année). À la différence de ce qui s'est passé dans d'autres pays d'Asie de l'Est, un grand nombre de F&A internationales consistaient en investissements dans des entreprises malaises avant la crise, mais, du fait que le volume de ces transactions n'a pas augmenté après la crise, la Malaisie a joué un rôle moins important. En Indonésie, les F&A internationales, auparavant limitées, ont doublé entre 1998 et 1999 pour atteindre 2,7 milliards de dollars.

Avec ces récentes augmentations, les fusions et acquisitions internationales représentent une part croissante des investissements directs étrangers (IDE) en Asie de l'Est. La part des F&A dans l'IDE en Asie de l'Est est passée de 6 % en 1995 à 13 % en 1997 et a encore augmenté pour passer à 30 % en 1999. Ainsi, la résilience de l'IDE pendant la crise dont on a tant parlé a été entièrement due à la rapide augmentation des F&A plutôt qu'aux investissements étrangers traditionnels dans des entreprises nouvelles (consistant à mettre en place de nouveaux moyens de production).

L'IDE récent sous forme de fusions et d'acquisitions reflète l'établissement d'entreprises étrangères dans les secteurs de services (non échangeables), tandis que l'IDE dans de nouvelles entreprises était surtout centré sur la production destinée à l'exportation et le remplacement des importations. Une grande partie des F&A en Asie de l'Est a porté sur des secteurs tels que le commerce de gros et de détail, l'immobilier et les services financiers (graphique 2).

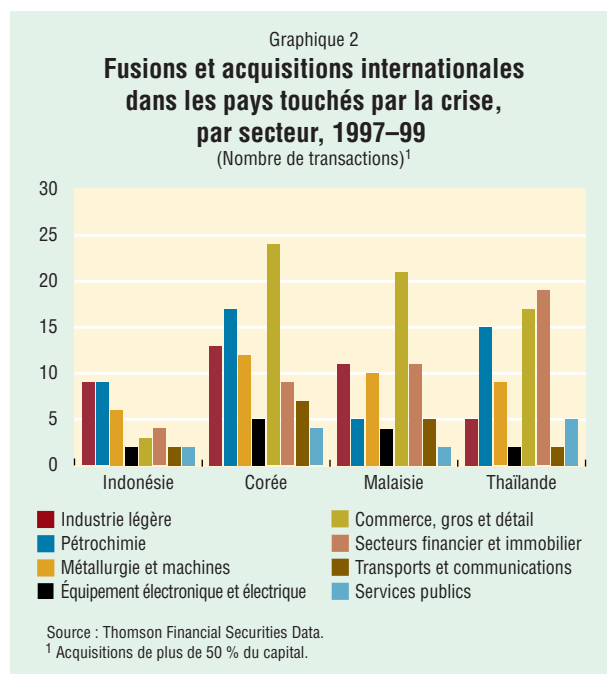
En perçant dans ces activités largement monopolistiques, l'investissement étranger pourrait avoir un impact économique important en introduisant des pratiques opérationnelles modernes dans les entreprises concernées et en créant davantage de concurrence dans l'économie intérieure. L'observation des faits en Amérique latine donne tout lieu de penser que la privatisation des infrastructures a sensiblement accru la productivité et amélioré l'accès des pauvres aux services.

Les secteurs de services se trouvant davantage soumis à la discipline financière internationale, l'Asie de l'Est est en train de rattraper d'autres régions qui ont agi de manière plus agressive pour attirer l'investissement étranger. Dans le secteur financier est-asiatique, par exemple, la part des actifs sous contrôle étranger est passée à 6 % en 1999 à la suite de la vente d'actifs des banques en difficulté. Cependant, la présence étrangère dans la région a été beaucoup plus faible qu'en Amérique latine (où cette part était de 25 %) et dans des pays d'Europe de l'Est comme la Hongrie, la Pologne et la République tchèque (où la moitié des actifs du secteur financier était sous contrôle étranger).

F&A et reprise économique

Les fusions et acquisitions internationales peuvent être bénéfiques à un pays hôte lorsqu'elles empêchent que des actifs potentiellement rentables soient réduits à néant en cas de crise financière intérieure. Quand le secteur financier de l'économie intérieure est en difficulté, une entreprise déficitaire très endettée peut ne pas avoir d'autre choix que la cessation de paiement, à moins qu'un partenaire étranger doté d'une bonne assise financière et confiant dans la viabilité fondamentale de l'entreprise puisse la financer. Une comparaison de la situation de trésorerie avant et après l'acquisition d'une entreprise permet de conclure que les acquisitions accroissent la valeur des entreprises en difficulté et que ces gains sont plus importants dans le cas des F&A internationales que dans celui des F&A intérieures (Harris and Ravenscraft, 1991; Hotchkiss and Mooradian, 1998; Kang, 1993). Cependant, les fusions peuvent aussi détruire de la valeur si les synergies envisagées entre les entreprises qui fusionnent ne se concrétisent pas ou s'il y a un conflit entre les cultures des entreprises (Ghemawat and Ghadar, 2000). À cet égard, les fusions internationales dans les pays d'Asie de l'Est touchés par la crise présentent un intérêt particulier.

Quels ont été les résultats? Les faits ne sont pas concluants. Pour la Thaïlande, toutefois, le graphique 3 fait apparaître une relation inverse entre la rapidité de la reprise et l'incidence des F&A internationales. Un schéma analogue a pu être observé pour la Corée et la Malaisie. Il semble donc que les F&A internationales n'ont pas favorisé la reprise macroéconomique. Le dynamisme des marchés d'exportation et la capacité concurrentielle des pays au plan international ont été les clés de la reprise. Mais cela ne veut pas dire que les F&A



internationales n'ont pas été utiles dans les principaux secteurs en difficulté. Les F&A internationales ont été plus nombreuses dans les secteurs en proie à des difficultés plus profondes et qui ont été plus lents à se redresser. En Thaïlande, 30 % des fusions et acquisitions ont été opérées dans les secteurs financier et immobilier, où le recul de l'activité a été le plus fort et la reprise la plus lente (graphique 3); de même, le secteur du commerce de gros et de détail a beaucoup souffert pendant la crise et sa situation reste difficile. En revanche, le secteur du matériel de transport n'a pas été poussé à vendre autant d'actifs, car il est plus résilient à long terme, ce dont témoigne le fait que ces entreprises ont pu croître en tirant parti des possibilités d'exportation.

Braderies

Bien que les fusions et acquisitions puissent être bénéfiques à long terme, certains observateurs y voient des risques dans le court terme. En particulier, les acquisitions d'actifs par des investisseurs étrangers après la crise peuvent avoir un caractère prédateur, parce que fondées sur une sous-évaluation excessive. Ce type de braderie — la vente d'actifs à des étrangers à des prix inférieurs à leur valeur à long terme — peut se produire quand le vendeur est désespérément à court de liquidités et que les acheteurs sont rares.

L'évaluation n'est pas facile. Si les prix de certains actifs ont chuté brutalement après la crise, il n'est pas certain que ces prix aient été inférieurs à la valeur à long terme des actifs. Krugman (1998) propose deux interprétations très différentes des récentes ventes d'actifs en Asie de l'Est. Il se peut que la valeur des actifs avant la crise ait été gonflée par des garanties implicites qui n'ont finalement pas été honorées, de sorte que la crise a ramené la valeur des actifs à leur juste niveau. Si tel est le cas, ils ont été vendus à leur prix d'équilibre à long terme. L'autre explication des opérations de F&A dans les pays touchés par la crise est que la dépréciation excessive des monnaies, qui a peut-être résulté de la contagion sur les marchés internationaux, a forcé les entreprises nationales à vendre leurs

actifs pour se débarrasser de leurs dettes à court terme. Les entreprises étrangères qui avaient suffisamment de liquidités ont acheté ces entreprises ou opérations nationales, qui produiront des bénéfices supérieurs à leur valeur de liquidation une fois que le taux de change du pays hôte reviendra à son niveau d'équilibre. Dans ces hypothèses, il y a eu transfert de richesse de l'économie intérieure aux étrangers qui ont acheté les actifs à un prix inférieur à leur valeur à long terme.

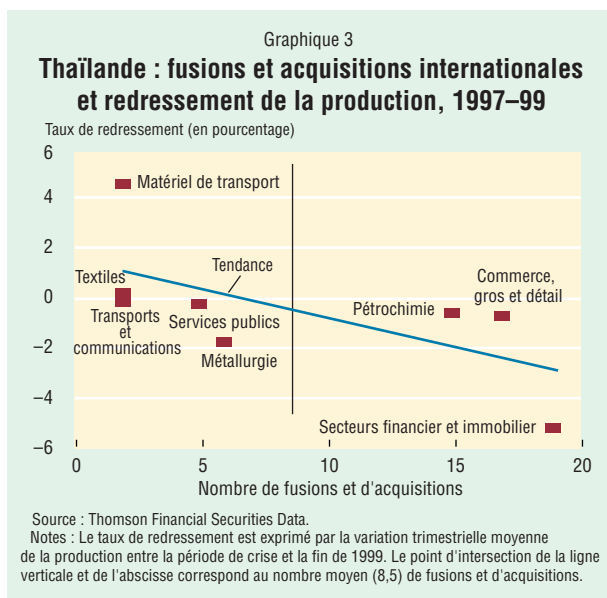
Le peu de données dont on dispose contredit l'hypothèse selon laquelle d'importants montants d'actifs ont été bradés. La valeur des fusions et acquisitions internationales a été la plus élevée en Corée, économie qui a le moins souffert de la crise et a été la plus prompte à se redresser. Les F&A internationales sont non seulement montées en flèche à 9 milliards de dollars en 1998 — cinq fois plus qu'en 1997 —, mais elles ont continué à augmenter (38 %) en 1999, bien que le won se soit apprécié de 15 % à partir de 1998. On peut en déduire que les acquisitions d'actifs par des entreprises étrangères ont été davantage motivées par les nouvelles opportunités créées par des changements de politique que par l'augmentation de la liquidité des entreprises résultant de la dépréciation des monnaies. On peut penser que la très large gamme des prix auxquels les actifs compromis ont été vendus — allant de 25 % à environ 80 % de leur valeur comptable — tient davantage aux différences de qualité des actifs qu'au fait qu'ils ont été bradés.

Réformes des politiques

Depuis la crise de 1997, la Corée et la Thaïlande ont pris diverses mesures pour encourager la restructuration des entreprises par des fusions et acquisitions, ainsi que pour libéraliser les investissements étrangers, mesures qui se sont traduites par un rapide essor des fusions et acquisitions internationales. Mais les responsables de l'action publique ont encore des défis à relever, notamment en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, la politique de la concurrence et la privatisation et la réglementation des banques.

Gouvernement d'entreprise. Certaines mesures sont indispensables pour parer aux risques potentiels, et tirer le meilleur parti, des F&A internationales. Le renforcement des normes du gouvernement d'entreprise peut être un moyen très efficace de soutenir les F&A dictées par le marché, qui maximisent les avantages pour les actionnaires des entreprises ayant fait l'objet de fusions ou d'acquisitions en encourageant des décisions responsables. Le renforcement du gouvernement d'entreprise passe par l'amélioration du contrôle des entreprises, de la diffusion des informations, des pratiques comptables et des procédures d'émission des actions.

La Corée et la Thaïlande ont pris des mesures pour accroître le nombre d'actionnaires aptes à exercer leur droit et, en particulier, pour renforcer les droits des votants institutionnels. Le fait que la Corée s'oriente vers l'adoption des normes comptables internationales a été bien reçu par les investisseurs étrangers qui hésitaient à acquérir des actifs coréens en raison des méthodes d'évaluation des prêts improductifs. La Corée a également adopté de nouvelles règles obligeant les entreprises nationales à accroître la proportion de membres extérieurs à l'entreprise dans leur conseil d'administration. Ces mesures ont été propices au renforcement de la transparence et de la responsabilité des entreprises, bien



qu'il y ait encore des progrès à faire dans ce sens. L'amendement de mars 1999 au code des faillites de la Thaïlande est une autre mesure qui a encouragé les fusions et acquisitions en exposant l'économie aux forces du marché. Ce nouveau code permet aux créanciers de prendre plus facilement le contrôle des actifs des débiteurs pour obtenir le remboursement de leurs créances. Les secteurs souffrant de difficultés financières mais qui ont de bonnes perspectives à long terme, comme l'industrie hôtelière, ont attiré davantage de capitaux étrangers depuis que la loi sur les faillites a été modifiée.

Politique de concurrence. La consolidation et la rationalisation résultant des fusions et acquisitions pourraient conduire à une plus forte concentration sur le marché hôte. Les responsables de l'Asie de l'Est attachent une grande importance au maintien d'un juste équilibre entre concurrence et coopération (Mody, 1999). Pour ce faire, ils doivent encourager l'orientation vers le marché en réduisant les entraves administratives à la concurrence. La nouvelle loi sur la concurrence et les prix, qui a été adoptée par la Thaïlande en 1999, est un exemple de réforme qui a facilité la concurrence du marché. Le fait que l'adoption d'une notion étroite de la concurrence ne sera pas appropriée dans la «nouvelle» économie complique toutefois les choses. Le gouvernement coréen encourage les entreprises nationales à investir dans la recherche-développement et à former des alliances stratégiques avec des entreprises de pointe, ce qui les rendra plus compétitives à la faveur de l'innovation technologique.

Réforme du secteur financier. Étant donné que les gouvernements des pays touchés par la crise sont devenus propriétaires d'une grande partie des systèmes bancaires de leur pays par prise de contrôle direct ou recapitalisation, il convient de continuer à donner la haute priorité à la reprivatisation des institutions financières nationalisées. La mesure dans laquelle les gouvernements atteindront cet objectif aura une grande influence sur la structure et les performances à long terme du secteur financier de leur économie. Jusqu'à présent, les efforts de privatisation ont partiellement réussi, notamment en Corée et en Thaïlande, bien qu'ils aient été quelque peu entravés par la poursuite de l'augmentation des prêts improductifs, que les investisseurs potentiels ont du mal à évaluer. En outre, des efforts sur le long terme seront indispensables pour améliorer la réglementation et le contrôle du secteur financier.

Perspectives à long terme

Les activités de fusions et d'acquisitions internationales sont encore à leurs débuts dans les économies d'Asie de l'Est en proie à des difficultés financières, et elles restent limitées par rapport à la taille et au stade de développement de ces économies. (Par exemple, en 1999, les F&A internationales ont représenté 0,9 % du PIB en Asie de l'Est, contre 1,8 % du PIB en Amérique latine.) La récente vague de fusions et d'acquisitions en Asie de l'Est, particulièrement en Corée, tient en grande partie aux changements de politique qui ont facilité l'acquisition d'actifs nationaux par des étrangers. L'assouplissement des restrictions relatives aux participations étrangères ainsi que l'introduction de normes comptables internationales et de systèmes de propriété par actions ont élargi de manière exponentielle l'accès des investisseurs étrangers aux marchés nationaux et leur capacité d'acquérir des actifs sur ces marchés.



Ashoka Mody (à droite) est spécialiste principal et Shoko Negishi économiste dans le Groupe de la politique et des perspectives économiques, à la Banque mondiale.

Le rôle le plus important des fusions et acquisitions internationales est d'encourager les réformes à long terme des entreprises, telles que la restructuration des opérations et le redéploiement des actifs. Les participations étrangères dans le cadre de F&A pourraient aussi être un moyen plus sûr d'améliorer l'efficacité, la compétitivité et le gouvernement d'entreprise (CNUCED, 2000). Dans les circonstances actuelles, l'investissement direct étranger, sous forme de F&A internationales, a un rôle important à jouer dans la restructuration et la poursuite du développement des économies d'Asie de l'Est aux prises avec des difficultés financières. **F&D**

Cet article s'inspire d'une étude des auteurs intitulée «Cross-Border Mergers and Acquisitions and Asian Restructuring», qui a été présentée en 2000 dans le cadre des séminaires du Service-conseil pour l'investissement étranger/Réseau pour la lutte contre la pauvreté et pour la gestion économique de la Banque mondiale et sera prochainement publiée dans Resolution of Financial Distress (ed. by Stijn Claessens, Simeon Djankov, and Ashoka Mody, World Bank Institute).

Bibliographie :

- Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), 2000, World Investment Report 2000: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development (Geneva: UNCTAD).*
- Pankaj Ghemawat and Fariborz Ghadar, 2000, "The Dubious Logic of Global Megamergers," Harvard Business Review, Vol. 78 (July/August), p. 64-72.*
- Robert S. Harris and David S. Ravenscraft, 1991, "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market," Journal of Finance, Vol. 46, No. 3, p. 825-44.*
- Edith S. Hotchkiss and Robert M. Mooradian, 1998, "Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11," Journal of Financial Intermediation, Vol. 7, p. 240-62.*
- Jun-Koo Kang, 1993, "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of U.S. Firms by Japanese Firms," Journal of Financial Economics, Vol. 34, p. 345-71.*
- Paul Krugman, 1998, «Fire Sale FDI», disponible sur le site <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>.*
- Ashoka Mody, 1999, "Industrial Policy After the East Asian Crisis: From 'Outward Orientation' to New Internal Capabilities?" World Bank Policy Research Working Paper No. 2112 (Washington).*