

Mesures de restructuration et faillite

Effet compétitivité ou effet contagion ?

Le cas Moulinex¹/Seb



Eric Séverin*

Université de Lille 1
IAE de Lille
(Laboratoire du CLAREE, centre du CERF)
eric.severin@free.fr

Introduction

En reprenant le 23 octobre 2001, une partie de Moulinex en dépôt de bilan, Seb a mis fin à un demi-siècle de rivalité. Pourtant en 1985, les deux fabricants étaient au coude à coude. Moulinex réalisait un chiffre d'affaires de 513,7 millions d'euros alors que celui de Seb atteignait 495,4 millions. Malheureusement pour Moulinex, la mort en janvier 1991 du fondateur, Jean Mantelet, va être le début d'une longue descente aux enfers. Les problèmes d'actionnariat (montage et démontage d'un RES – rachat d'une entreprise par les salariés –), les fréquents changements de dirigeants (4 dirigeants vont se succéder en moins de 10 ans), les erreurs stratégiques et les échecs répétés des nombreux plans de restructuration vont conduire Moulinex au dépôt de bilan et à la cession de ses activités en novembre et décembre 2001.

Si la presse se fait le plus souvent l'écho des plans et mesures de restructuration, force est de constater que les conséquences de ces mesures méritent d'être approfondies.

Ce papier se propose de suivre l'histoire de Moulinex et de Seb depuis leur création et plus particulièrement sur la période 1990-2001, période durant laquelle ces entreprises se sont régulièrement restructurées et affrontées. Au travers du

* Une version préliminaire de cet article a fait l'objet de présentation au sein de groupes de recherche. Nous remercions les participants pour leurs commentaires et suggestions. Nos remerciements également Fany Declerck et Marie-Christine Filareto pour leurs commentaires constructifs sur une première version de ce travail. Enfin, l'auteur tient à remercier les rapporteurs anonymes de la Revue Banque et Marchés. Les erreurs et omissions ne sont imputables qu'à l'auteur.

cas Moulinex/Seb, l'objectif poursuivi dans cet article est double.

Premièrement, nous chercherons à déterminer comment le marché réagit aux différents plans de restructuration. Peut-on affirmer que tous sont perçus de façon identique ?

Deuxièmement, les plans de redressement engagés par une entreprise en difficulté (ou encore la faillite d'une entreprise) ont-ils un effet de retour sur son(es) concurrent(s) ? En d'autres termes, les restructurations et faillites d'entreprises génèrent-elles un effet de compétitivité (ou effet positif) ou de contagion (ou effet négatif) sur les autres compétiteurs du secteur ?

Ce travail empirique met en évidence plusieurs résultats.

Premièrement, il apparaît que l'impact d'un plan de restructuration sur le cours de la société initiatrice dépend de sa nature. Ainsi, les plans de type défensif sont perçus négativement par le marché. Deuxièmement, nos résultats suggèrent que les annonces de restructuration ont également une influence sur les concurrents. Plus précisément, l'annonce d'un plan de restructuration est source d'opportunités pour les concurrents dont l'endettement est faible (effet compétitivité) (Ferris, Jarayamam et Makhija, 1997). Troisièmement, l'annonce d'une faillite joue en retour sur les autres compétiteurs. On observe ainsi une destruction de valeur actionnariale mettant en évidence un effet contagion (Lang et Stulz, 1992).

Notre article s'organisera comme suit. Dans un premier temps nous présenterons l'évolution des deux entreprises Moulinex et Seb en justifiant notre choix. La seconde section sera consacrée à la discussion théorique et à la méthodologie utilisée. La troisième section présentera les résultats et analyses de notre étude. Enfin nous concluons.

I Moulinex et Seb : une histoire faite de similitudes et de différences

1. De la naissance à la constitution de deux grandes entreprises nationales

Créée en 1932 par Jean Mantelet, Moulinex connaît une croissance continue favorisée par un environnement porteur et une consommation de masse. En 1954, en pleine expansion, l'entreprise introduit l'utilisation du moteur électrique pour des petits matériels électroménagers et dépose la marque Moulinex². L'entreprise se développe alors par croissance interne grâce aux révolutions techniques de son fondateur. Chaque nouvelle invention est un succès qui donne naissance à un nouveau site d'exploitation et de production localisé en Normandie.

Le développement de l'entreprise se poursuit avec la fabrication de la première cafetière électrique en 1971, la sortie du robot major en 1978 et la fabrication des fers à repasser au début des années 1980. L'entreprise s'engage graduellement sur les marchés étrangers selon un apprentissage qui s'opère soit par expérience propre (exploitation d'un marché aux caractéristiques très proches du marché national), soit par l'intermédiaire de tiers (acteurs ayant une connaissance d'un marché donné). Grâce à une production de masse et à des prix « étudiés » voire « cassés » par rapport à ceux de la concurrence, Moulinex fera entrer le petit électroménager dans tous les foyers. L'entreprise va alors associer son développement sur la frénésie de consommation des années 60-70. Moulinex a plus de mal à négocier la période de ralentissement de la croissance des années 80. Sa stratégie se réorientera dès 1985 avec l'apparition du four à micro-ondes.

L'histoire de Seb est parallèle à celle de Moulinex. En 1953, l'entreprise lance la première cocotte-minute et entre en 1967 sur le marché de l'électroménager avec le lancement de la friteuse électrique. L'année 1968 est un tournant avec le rachat de Tefal (article culinaire anti-adhésif). Cette acquisition traduit la stratégie de Seb. Alors que la technologie des micro-ondes va être progressivement copiée par des concurrents agressifs, Seb ne va cesser de développer et de protéger par de multiples brevets sa technologie des anti-adhésifs dont la marge se situe d'après les analystes entre 15 et 25 %.

Les décennies 1970 et 1980 sont l'occasion pour Seb de développer une politique d'acquisition pertinente. En 1972, l'entreprise acquiert Calor (fers à repasser, petites machines à laver, sèche-cheveux et radiateurs électriques d'appoint), ce qui la conduit en 1973 à une nouvelle organisation autour de la holding Seb SA, créée pour contrôler Calor, Seb, Tefal, Seb International et Seb Développement. L'objectif affiché est clair. Pour Seb, il s'agit d'être le leader mondial dans chaque famille de produits. Cette position leur permet d'innover, de s'imposer à l'international et de produire des volumes considérables grâce auxquels l'entreprise peut rester compétitive face aux concurrents asiatiques. L'acquisition de Rowenta en 1988 (aspirateurs, fers à repasser, grille-pain, cafetières) est la traduction de cette stratégie. Cette frénésie de croissance tant interne qu'externe eut pour conséquence la naissance en France d'un secteur électroménager concentré puisque, selon les produits, les parts

de marché des deux principaux acteurs se situaient entre 35 % et 70 %.

2. Les errances de Moulinex : 1990-1994

A. Le tournant du RES et les mauvais choix de Moulinex

Suite à de graves problèmes de santé, Jean Mantelet décide de céder son entreprise à ses salariés par la mise en place d'un RES (rachat par les salariés) qui se déroule en deux temps. Dans un premier temps, soit en février 1988, Jean Mantelet cède la FINAP à la Financière Moulinex, elle-même détenue par six sociétés dont l'une, la SDF (Société des fondateurs) a un poids déterminant (25,9 % des actions et 50,91 % des droits de vote). Le second moment de l'opération consiste en un plan de reprise par les salariés qui est dévoilé publiquement au comité central d'entreprise le 29 novembre 1988. Il élargit à toutes les catégories de personnel le projet prévoyant initialement (février 1988) que seuls les cadres détiendraient la majorité du capital. L'ensemble de l'opération conduit à une modification de la géographie du capital comme le montre le schéma 1.

B. La stratégie de croissance externe et les premières fractures

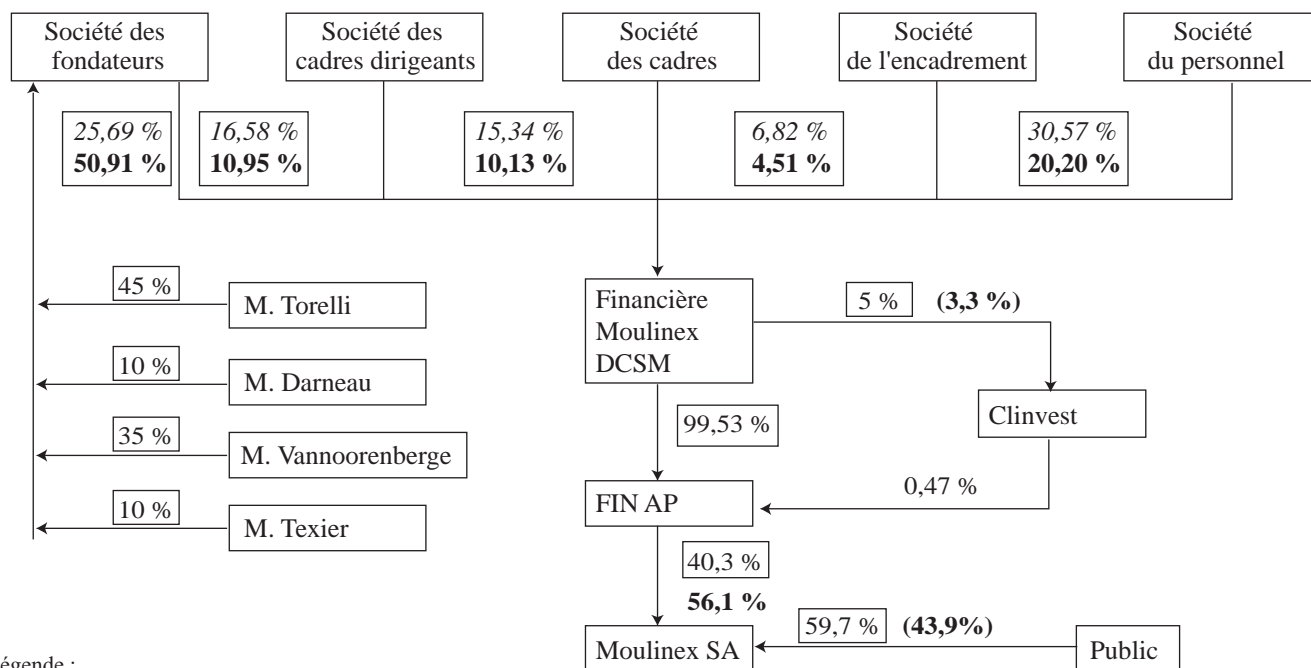
Bien que les résultats de Moulinex en 1988 montrent une baisse de la rentabilité d'exploitation et un endettement important (66 % du total du passif), la direction décide d'une politique générale audacieuse. En juin 1989, Roland Darneau, alors directeur général, annonce : « *Nous optons délibérément pour une politique de croissance par rapport à une politique de rentabilité* »³. Le message est clair. Roland Darneau cherche par une croissance rapide à atteindre une taille critique capable de lui redonner une position de leader qui lui est contestée par Seb.

Disposant encore de réserves significatives (50,3 millions d'euros en 1988) Roland Darneau s'oriente délibérément vers une politique d'expansion. Durant l'été 1989 cette politique de croissance connaît un tournant avec le rachat du groupe Swan Housewares (marque Swan en Grande Bretagne et Girmi en Italie)⁴. Le coût est de 28,96 millions d'euros.

Les premières lignes de fracture se révéleront à la première inflexion des résultats financiers. Dès le premier semestre 1990, les résultats sont négatifs de 3,81 millions d'euros. Cette situation s'explique par la vive concurrence asiatique et la relative saturation du marché micro-ondes. Malgré cela Roland Darneau accélère sa stratégie de développement avec le rachat de Krups (260 millions d'euros) annoncé le 17/12/1990 qui permet à Moulinex de s'installer en Allemagne et de « coller » à son rival Seb qui avait racheté Rowenta en 1988.

La résultante financière de cette politique apparaît en 1992 où Moulinex enregistre ses premières pertes (- 2,28 millions d'euros). Pour surmonter ses difficultés (la CAF ne représentant plus que 0,9 % de l'endettement net), Moulinex doit augmenter son capital et l'ouvrir à des investisseurs financiers. Devant la menace du dépôt de bilan, un accord de recapitalisation est conclu le 22 septembre. Cet accord est subordonné au démontage du RES.

Schéma 1. Organigramme de Moulinex à compter de 1989 (ou la raffinerie « financière » issue du RES)



Légende :
 En italique pourcentage d'actions détenues.
 En gras pourcentage des droits de votes détenus.

C. Le démontage du RES et ses conséquences : 1994 année charnière

Dès 1994 la décision de changer la structure juridique de Moulinex en une société à Conseil de Surveillance et Directoire est prise. Cette décision approuvée par l'AGE du 31/3/1994 vise à séparer le management de la représentation des actionnaires comme l'ont exigé les banques pour contribuer à la restructuration financière du groupe. Devant la recherche de nouveaux partenaires industriels et financiers, un plan de démontage du RES est conclu. Parallèlement à cette opération on assiste à l'arrivée de Jules Coulon qui devient président du directoire à compter du 31/3/1994.

Une assemblée extraordinaire de la Financière Moulinex-DCSM, holding de contrôle du groupe français de petit électroménager se réunit le 24 mai 1994 pour choisir qui deviendra son actionnaire de référence en participant à l'importante augmentation de capital dont Moulinex a besoin pour se désendetter. Le 26 mai la société des cadres dirigeants (SCD) se prononçait en faveur de la solution d'Euris qui répondait : « *au souci de préserver l'identité et la pérennité* » du groupe tout en : « *donnant les moyens financiers de son développement* »⁵. Bien qu'il s'agisse en l'occurrence d'une affaire de droit privé, les pouvoirs publics avaient fait savoir qu'ils penchaient en faveur de la solution Euris, estimant que le groupe financier saurait donner à Moulinex les moyens nécessaires pour se trouver dans une meilleure position de négociation avec un autre industriel venu. À l'inverse, le rapprochement avec une société étrangère mal connue aurait pu présenter des risques notamment en termes de délocalisation.

Tous ces événements se retrouvent au travers des principaux indicateurs financiers des deux firmes sur la période 1990-2000 (tableau 1).

Le tableau 1 suggère plusieurs remarques.

Premièrement, les indicateurs suggèrent que, sur la période allant de 1990 à 1995, la situation de Moulinex se détériore comparativement à celle de Seb. Alors que sur cette période la rentabilité économique de Seb se situe en moyenne autour de 25 %, celle de Moulinex baisse de 7,7 points passant de 18,6 % à 10,9 %. Cette baisse trouve sa source au niveau de la baisse du taux de marge. En effet, contrairement à Seb dont les produits sont protégés par des brevets et dégagent des marges confortables, les produits de Moulinex restent faiblement profitables.

Deuxièmement, il ressort que, sur la période 1990-2000, la rentabilité économique de Seb est supérieure de 11 points à celle de Moulinex (22,7 % contre 11,8 %). On retrouve cet écart au plan de la rentabilité financière. Alors que la rentabilité financière de Seb se monte à 28,57 %, celle de Moulinex se situe à 12,3 %.

Troisièmement, nos résultats mettent en évidence, sur la période 1994-2000, que le levier de Moulinex est en moyenne plus de deux fois supérieur à celui de Seb (1,41 contre 0,64). Cela traduit une tension permanente en matière d'approvisionnement de fonds.

Quatrièmement, la politique de croissance développée par Roland Darneau trouve sa traduction dans le levier financier. En effet le rapport des dettes financières sur fonds propres passe de 41,3 % en 1990 à 241,7 % en 1994, soit une augmentation de 485,2 % !!! Devant l'accroissement de la charge financière (les charges financières représentant près de 40 % des l'EBE en 1994) et de la rentabilité économique, Moulinex va alors engager des restructurations ayant pour objectif de rendre l'entreprise à la fois plus rentable et plus compétitive.

Tableau 1. Évolution des indicateurs financiers des entreprises Moulinex et Seb sur la période 1990-2000

Année	déc-90	déc-91	déc-92	déc-93	déc-94	déc-95	déc-96	déc-97	déc-98	déc-99	déc-00
Seb											
Rentabilité économique											
EBE/Immobilisations	0,279	0,256	0,306	0,269	0,215	0,222	0,207	0,227	0,138	0,170	0,211
Décomposition de la rentabilité économique											
EBE/CA (taux de marge)	0,221	0,201	0,207	0,197	0,196	0,201	0,118	0,131	0,081	0,103	0,116
CA/Immobilisations (taux de rotation)	1,262	1,276	1,478	1,362	1,098	1,106	1,753	1,737	1,699	1,658	1,827
Rentabilité financière											
CAF/Fonds propres	0,346	0,356	0,323	0,297	0,291	0,277	0,255	0,265	0,197	0,241	0,295
Ratio et niveau d'endettement											
Dettes financières/Fonds propres	1,582	1,346	1,065	0,717	0,451	0,378	0,313	0,625	0,994	0,962	0,925
Charges financières/EBE	0,228	0,222	0,217	0,170	0,104	0,089	0,080	0,108	0,228	0,102	0,102
Capacité de remboursement											
CAF/Endettement financier net (dettes financières – disponibilités-VMP)	0,119	0,148	0,160	0,184	0,223	0,245	0,269	0,187	0,108	0,127	0,149

Année	déc-90	déc-91	mars-93 (situation sur 12 mois)		mars-94	mars-95	mars-96	mars-97	mars-98	mars-99	mars-00
Moulinex											
Rentabilité économique											
EBE/Immobilisations	0,186	0,183	0,147		0,118	0,109	0,081	0,083	0,125	0,082	0,062
Décomposition de la rentabilité économique											
EBE/CA (taux de marge)	0,111	0,108	0,145		0,078	0,071	0,052	0,057	0,084	0,065	0,048
CA/Immobilisations (taux de rotation)	1,680	1,704	1,019		1,516	1,524	1,543	1,456	1,487	1,267	1,280
Rentabilité financière											
CAF/Fonds propres	0,361	0,368	0,030		0,104	0,032	0,242	0,159	0,141	-0,106	-0,099
Ratio et niveau d'endettement											
Dettes financières/Fonds propres	0,413	0,697	1,072		2,417	0,687	1,525	0,594	0,583	1,862	2,186
Charges financières/EBE	0,190	0,247	0,679		0,397	0,254	0,294	0,183	0,105	0,266	0,417
Capacité de remboursement											
CAF/Endettement financier net (dettes financières – disponibilités-VMP)	0,143	0,122	0,009		0,016	0,013	0,051	0,072	0,060	-0,025	-0,019

Année				déc-94	déc-95	déc-96	déc-97	déc-98	déc-99	déc-00
Ratio d'endettement du secteur										
Dettes financières/Fonds propres										
Moyenne sectorielle				0,6244	0,6473	0,6836	0,7307	0,5883	0,573	0,555
Médiane sectorielle				0,4510	0,5827	0,5357	0,5818	0,5932	0,512	0,497

Note : les moyennes et médianes sectorielles ont été faites avec la classification Dafs. Nous avons choisi une classification allant jusqu'à trois chiffres, soit le secteur 601. Les calculs portent sur 31 entreprises.

3. *Sept ans de restructurations ininterrompues jusqu'à la faillite : 1994-2001*

A. **Le plan Coulon et son échec**

Début 1994, Jules Coulon remplace Roland Darneau. Dès son arrivée, le nouveau PDG décide de licencier (suppression de 1 100 emplois – soit 600 postes en France et 500 postes à l'étranger –) et de désinvestir. Cependant le 14 décembre, lors d'une conférence de presse, Jules Coulon reconnaît son échec en précisant que Moulinex avait été : « à sec de produits nouveaux »⁶. La seconde phase de la restructuration est encore plus ambitieuse car elle inclut une rationalisation (centralisation des achats) et une réorganisation visant au renouvellement de la gamme de Moulinex en particulier celle concernant les micro-ondes dont les perspectives apparaissent comme très prometteuses (en effet seuls 40 % des ménages européens en sont équipés contre 90 % aux États-Unis et 80 % au Japon)⁷. Le 12 décembre 1995 Jules Coulon reconnaît que le redressement prend du retard en soulignant qu'il faudra : « six mois à un an de plus que prévu pour atteindre une rentabilité convenable, c'est-à-dire 8 % du CA »⁸. Même si l'on observe des points positifs : une perte nette semestrielle divisée par deux à 18,45 millions et des frais financiers en recul (10,51 millions contre 18,14 millions un an auparavant), d'autres éléments restent inquiétants. Les revendications salariales représentent un coût de 6,09 millions, la concurrence reste âpre et la réorganisation de l'outil de production est loin d'être achevée.

B. **Arrivée de Pierre Blayau et décision d'un plan de reconquête**

Sous la pression de Jean-Charles Naouri, président d'Euris, Pierre Blayau est nommé à la direction le 19/02/1996. L'échec de Jules Coulon n'est pas seulement imputable aux conditions économiques de l'entreprise mais aussi aux conditions dans lesquelles Jules Coulon a repris la direction de l'entreprise. Lors de sa prise de fonction Jules Coulon est arrivé seul, sans équipe. Face à une situation catastrophique Pierre Blayau dresse un portrait sans concession de l'entreprise : « La notoriété de nos marques Moulinex et Krups est intacte, mais l'entreprise a des dysfonctionnements qui gâchent tous les efforts du personnel. Tous nos concurrents, sans exception, font mieux que nous et travaillent différemment. À bien des égards, il suffit de les copier, sans se sentir humilié. Il faut appliquer des recettes simples »⁹. Il propose des mesures radicales le 18 juin 1996 : fermeture de deux usines, délocalisation, réduction des coûts par une réduction de l'intégration verticale afin de faire passer les coûts indirects de 35 % à 25 % des coûts totaux, 2 600 suppressions d'emplois et un renforcement des fonds propres. Comme le souligne le PDG : « Ce qui est accablant, c'est la somme de dysfonctionnements ressentis par le personnel et à tous les niveaux. Les gens ne travaillent pas ensemble. Par exemple, les acheteurs sont toujours informés des projets au dernier moment (...) Nous avons 2 300 fournisseurs alors que Renault n'en a que 970 (...) Nous avons 33 jours de stocks de matières et de composants. L'usine de Douai de Renault n'en a que 2. On est loin d'être en flux tendus »¹⁰.

Pour réaliser ce plan ambitieux Pierre Blayau décide de renforcer son équipe de direction qui viendra grossir l'équipe

existante¹¹. Celle-ci se voit confier de nouvelles missions. Pierre Blayau conclut sur ses propositions : « Si Moulinex n'est pas capable de se réformer elle-même, elle va perdre son autonomie. Le danger n'est pas le dépôt de bilan, car la marque intéressera toujours quelqu'un. Le vrai risque est d'être racheté par des industriels étrangers. Une telle solution serait encore plus douloureuse que mon plan : le problème de productivité resterait le même, et en plus les centres de décision quitteraient la France ». À la lumière de la suite des événements on peut vraiment considérer comme prémonitoire cette réflexion du PDG.

C. **La crise russe ou la capacité de rebond de Seb face à l'inertie de Moulinex**

Le résultat de ce premier plan Blayau dépasse toutes les espérances les plus optimistes puisque le 18 juin 1997 Moulinex annonce un retour des bénéficiaires. Alors que la situation économique et financière de Moulinex s'améliore, l'entreprise, tout comme son concurrent Seb, est touchée par la crise russe qui remet en question le redressement de Moulinex.

Face à une baisse de son chiffre d'affaires et à de nouvelles pertes (284 millions en 1998 et 816 millions en 1999), Moulinex n'est plus en mesure de faire face à ses engagements. L'augmentation de capital de 120 millions d'euros réalisée à l'initiative de Pierre Blayau ne suffit pas à redresser une situation financière déséquilibrée (le rapport des dettes financières rapportées aux fonds propres en valeur comptable se situant à 1,86 en 1999). C'est pourquoi Pierre Blayau s'engage vers une fusion. Celle-ci a lieu avec Brandt. Cette fusion, réalisée par les frères Novelli (groupe Elfi) doit leur permettre de prendre pied sur le marché français.

Seb est également touché par cette crise mais, contrairement à son concurrent, elle a toujours accordé une très grande importance à la poursuite de l'effort de R&D (2 % du chiffre d'affaires). Cela lui a permis de mieux surmonter ses difficultés (renouvellement rapide de sa gamme), de se repositionner en leader sur quelques familles de produits (comme les articles de cuisson à vapeur) et de se focaliser : « ses efforts commerciaux et de communication »¹². Dès 2000, cette politique porte ses fruits. Ainsi le profit net progresse de 46 % passant à 51 millions d'euros et la rentabilité économique retrouve quasiment son niveau d'avant la crise russe (21,1 % en 2000 contre 22,7 % en 1997). Fort de cette amélioration, le PDG du groupe se déclare prêt à renouer avec les acquisitions afin de faire monter en gamme le portefeuille de marques du groupe mais comme il le précise : « Nous n'achèterons pas n'importe quoi, nous ne sommes pas pressés. Nous visons la complémentarité »¹³.

D. **La chute de Moulinex, la reprise par Seb de la marque Moulinex et par Elco de la marque Brandt**

Devant l'aggravation des difficultés (la rentabilité économique se situant à 8,2 % en 1999), Patrick Puy, qui a remplacé Pierre Blayau, tente une ultime tentative de redressement. En réalité, il engage un plan sensiblement identique à celui engagé par Pierre Blayau en janvier 2000. Cependant, il est trop tard. Le dossier n'est pas seulement un dossier économique, ce qu'avait compris Pierre Blayau, mais également un dossier politique. Ainsi on estime à 50 millions d'euros les aides des collectivités locales et de l'État sur la période 1997-2001 pour sauver Moulinex¹⁴.

La tentative de Patrick Puy est vouée à l'échec car Elfi (les frères Novelli) se refusent de réinjecter de l'argent pour un plan social qui ne leur laisse pas espérer un retour rapide des profits. Si l'entreprise n'intéresse que peu de repreneurs, elle possède des marques. Tout le nœud du problème est là. Il s'agit pour Seb de faire une proposition de reprise partielle sur des marques qui lui permettront d'enrichir sa gamme de produits et de se positionner en leader. Les transactions sont longues et pleines de rebondissement. Le 23 octobre 2001 Seb reprend les marques Krups et Moulinex. La marque Brandt est finalement reprise par un autre repreneur, à savoir Elco (le 16/1/2002). Le choix des administrateurs judiciaires se justifie en particulier pour des raisons sociales. En effet Elco s'engage à reprendre 78 % des salariés de Brandt.

L'intérêt d'un tel cas apparaît dans le simple récit des événements préalablement rappelés. En réalité, le cas Moulinex/Seb est symptomatique de l'impact des mesures de restructuration sur la valeur. Plus encore, le fait d'avoir deux entreprises identiques dans le même secteur nous amène à considérer les influences (directes et indirectes) des plans de restructuration sur la valeur. À partir de cette constatation, nous allons désormais développer d'une part, notre argumentaire théorique et nos hypothèses de recherche et d'autre part, justifier de notre méthodologie et de nos données.

II Discussion théorique, méthodologie et données

I. Discussion théorique

L'annonce d'un plan de restructuration (et/ou d'une faillite) peut avoir des conséquences tant sur la valeur de la société initiatrice que sur celle de ses concurrents (effet compétitivité ou contagion). L'objectif de cette discussion est d'une part, de mettre en évidence l'influence des plans de restructurations sur le cours boursier de la société initiatrice et d'autre part, dans le prolongement de Lang et Stulz (1992), de tenter de mettre en évidence l'existence d'effets de compétitivité et de contagion à l'annonce de plans de restructuration (et/ou de faillite).

Si les effets compétitivité et contagion ont déjà été documentés à la lumière de la politique de dividende (Laux, Starks et Yoon, 1998 ; Bessler et Nobel, 2000)¹⁵, de l'annonce de réductions d'effectifs (Madura, Akhigbe et Banner, 1995 ; Sun et Tang, 1998), ou de l'annonce d'une faillite (Lang et Stulz, 1992 ; Ferris, Jayaraman et Makhija, 1997), aucune étude à ce jour ne traite de l'existence (ou de la coexistence) de ces effets sur le thème de l'annonce de plans de restructuration.

A. L'impact des mesures de restructuration est guidé par la nature des plans

En réponse à une mauvaise conjoncture ou à des difficultés¹⁶, les entreprises se voient le plus souvent contraintes d'engager des plans de redressement ou de restructuration. Ainsi, on a vu se développer ces plans au sein de très nombreuses entreprises tels que : Danone, Moulinex, EADS, ou encore Marks & Spencer. Lorsque les entreprises dévoilent leurs projets, force est de constater que sous le terme de

restructuration se cache une réalité plurielle. Si la littérature s'est jusqu'à présent intéressée essentiellement à chacune des mesures particulières (Ofek, 1993 ; Kang et Shivdasani, 1997), il est légitime de s'interroger sur l'impact de l'ensemble de ces mesures. Quelle que soit l'origine de la difficulté, lorsqu'une entreprise décide de s'engager dans des plans de restructuration, elle signale sa volonté de restaurer sa position concurrentielle. Si on peut escompter que cela influencera positivement la valeur actionnariale, il est légitime de penser que ces plans devraient être différemment perçus par les investisseurs selon les mesures qu'ils comportent.

Si les plans de restructuration font une large part aux licenciements et aux désinvestissements ou encore aux augmentations de capital pour restaurer une structure financière dégradée, on pourra qualifier ces plans de défensifs. Ces plans traduisent une situation de crise et sont souvent engagés comme opérations de dernier recours. Cela nous conduit à dresser une première hypothèse H1a.

H1a : L'annonce des plans de restructurations à caractère défensif, par une entreprise en difficulté, est source de variation négative de richesse pour ses actionnaires.

En revanche, si des mesures structurelles telles que la rationalisation de l'outil de production ou la réorganisation de la firme sont mises en œuvre au sein de plans de restructuration, ces derniers pourront être qualifiés d'offensifs et devraient avoir un impact positif sur la valeur de la firme. Cela nous conduit à dresser une hypothèse alternative H1b.

H1b : L'annonce d'un plan de restructuration, par une entreprise en difficulté, est source de variation positive de richesse pour les actionnaires lorsque ce plan comporte des mesures structurelles (réorganisation, rationalisation).

B. Les effets induits sur les concurrents : effet contagion et/ou effet compétitivité

Si l'annonce d'un plan de restructuration peut donner de l'information sur les cash flows futurs de la firme qui entreprend un plan de redressement, il peut également fournir de l'information sur les concurrents de la firme à l'intérieur du même secteur. Cette information peut être perçue de deux manières. On parlera alors d'effet de contagion ou d'effet de compétitivité (Lang et Stulz, 1992).

1) Effet contagion et caractéristiques des concurrents

a) L'effet contagion

L'effet de contagion est le changement de valeur occasionné par le plan de restructuration de la firme sur ses principaux concurrents. Cet effet de contagion peut s'expliquer comme suit. Si l'on considère la firme comme un portefeuille d'investissements dont la vraie valeur est inconnue des investisseurs, l'annonce d'un plan de restructuration révèle de l'information sur la firme et le secteur dans lequel elle évolue. Comme tout plan de restructuration (qu'il soit défensif ou offensif) génère des coûts (provisions pour licenciements, programmes de formation du personnel, nouveaux investissements...), l'information peut être perçue négativement par le marché car cela va affecter les cash flows futurs. Cet élé-

ment peut engendrer la méfiance des investisseurs pour les autres entreprises du secteur. En effet, les restructurations, au même titre que les faillites, peuvent signifier que l'on se trouve dans un secteur en difficulté pour lequel les perspectives générales de profits sont faibles voire négatives (Lang et Stulz, 1992). Dans ce cadre le plan de redressement peut générer, outre la baisse des cash flows, la perte de confiance des clients et des fournisseurs et au delà, la fragilisation de l'ensemble des firmes du secteur (Opler et Titman, 1994).

b) Interaction avec le levier

Cependant si l'effet contagion s'applique à toutes les firmes, il faut néanmoins prendre en compte les caractéristiques propres des compétiteurs et en particulier le levier. Si l'annonce d'un plan de restructuration convoie une information négative, ceteris paribus, la destruction de valeur sera d'autant plus forte que le levier est fort. En effet un fort levier rend d'une part, la valeur présente des coûts de faillite plus forte, et d'autre part, réduit la flexibilité financière capable d'amortir les difficultés à venir (Lang et Stulz, 1992). Cela nous amène à dresser une nouvelle hypothèse H2.

H2 : L'annonce de mesures de restructuration peut amener à un effet contagion sur les autres firmes du secteur, particulièrement les plus endettées.

2) Effet compétitivité et caractéristiques des concurrents

a) L'effet compétitivité

Si l'annonce de mesures de restructuration peut révéler des problèmes pour la firme initiatrice, l'influence n'est pas uniquement négative pour les autres compétiteurs et cela pour deux raisons. Premièrement si une firme décide de se restructurer, elle est, au moins pour un temps, moins efficiente. Par conséquent la position concurrentielle de ses principaux compétiteurs est mécaniquement améliorée. Deuxièmement les coûts indirects supportés par l'entreprise en difficulté peuvent conduire ses partenaires à se tourner vers des compétiteurs dont la réputation est meilleure (Opler et Titman, 1994).

b) Interaction avec le levier et la concentration du secteur

De la même façon que l'effet contagion, l'effet compétitivité peut s'expliquer à la lumière des caractéristiques des firmes et plus particulièrement de leur structure financière. En effet, les concurrents de la firme, percevant sa fragilité, seront amenés à développer des stratégies d'autant plus agressives en termes de guerre des prix (une des trois stratégies génériques développées par Porter, 1986) que leurs moyens financiers sont importants (faible levier) et que le secteur industriel est concentré (Opler et Titman, 1994). Sachant que les forces de réaction de l'entreprise considérée sont amoindries, ils pourront s'octroyer de nouvelles parts de marché, renforcer leur position concurrentielle ce qui conduira à une appréciation positive des investisseurs. Comme l'entreprise fragilisée ne pourra pas s'engager dans cette guerre des prix sans avoir à subir des difficultés pour faire face à ses échéances, elle risque d'observer un déclin de son chiffre d'affaires et de ses ressources qui conduisent mécaniquement à une baisse de sa

performance et à une hausse de son endettement. Cela nous conduit à dresser une hypothèse H3.

H3 : Au sein d'un secteur concentré, l'annonce de mesures de restructuration peut révéler de nouvelles opportunités pour les concurrents les moins endettés et au delà créer de la valeur pour leurs actionnaires.

C. L'influence de l'annonce d'une faillite sur la valeur des compétiteurs

Ces effets de contagion et de compétitivité peuvent également s'exprimer lors d'une faillite. Le raisonnement développé auparavant apparaît en filigrane. En effet, si la faillite d'un concurrent peut signifier la perte de rentabilité d'un secteur (effet contagion), elle peut également être source d'opportunités (effet compétitivité) pour les entreprises du secteur qui peuvent alors récupérer les parts de marché laissées par l'entreprise en redressement judiciaire. Dans ce cadre, la configuration du secteur comme le notent Lang et Stulz (1992) apparaît être un élément essentiel. En effet dans un secteur atomistique, la faillite d'une firme risque de n'avoir qu'un très faible impact sur les autres acteurs du secteur. En effet, les parts de marché seront réparties entre un très grand nombre de compétiteurs. En revanche, dans un secteur fortement concentré, la faillite d'une entreprise va bénéficier à un faible nombre de compétiteurs et au delà augmenter leurs positions concurrentielles. On peut alors dresser une hypothèse H4.

H4 : Dans un secteur concentré, la faillite d'une société devrait conduire à une variation positive de richesse pour les actionnaires des entreprises concurrentes.

2. Méthodologie et données utilisées

A. Données et variables pertinentes

1) Collecte des données

Deux sources de données ont été utilisées. Les premières sont tirées des rapports annuels et des données boursières (issues de datastream). Les secondes ont été recueillies au sein de la base des Échos. Au sein de cette base nous avons repris l'ensemble des annonces de restructuration faites par Moulinex sur la période 1994-2001. Nous avons choisi de ne retenir que les principales annonces de restructuration et de faillite faites par Moulinex. Nous n'avons finalement conservé que celles que nous avons pu identifier avec précision. L'ensemble de ces éléments est repris dans le *tableau 2*.

2) Choix de variables pertinentes

Comme nous cherchons à déterminer l'influence des plans de restructurations au regard des caractéristiques propres et sectorielles des firmes, nous avons essentiellement retenu, outre les variables de rentabilité économique et financière, deux variables : la structure financière et la concentration du secteur

- *Les mesures de rentabilité.* Une rentabilité est le rapport d'un flux sur un stock. Nos mesures sont faites à l'aide des données comptables. Pour la rentabilité économique, nous

Tableau 2. Les principaux plans de restructuration engagés par Moulinex depuis 1994 jusqu'à sa reprise par Seb (2001)

Date d'annonce	Événements	Détails sur les plans de restructuration, la fusion et la faillite
	Démontage du RES	
07/01/1994	Démontage du RES	
31/03/1994	Confirmation du démontage du RES	
	L'ère Coulon : Des mesures partielles	
	Plan de restructuration n° 1 (Plan Coulon)	
20/04/1994	Projets d'un premier plan de restructuration	Licenciement, désinvestissement
27/06/1994	Annonce du plan Coulon (phase 1)	Licenciement, désinvestissement
21/02/1995	Annonce du plan Coulon (phase 2)	Réorganisation (renouvellement de la gamme), rationalisation, désinvestissement
12/12/1995	Retard du plan Coulon	
	Évocation du départ de Jules Coulon	
31/01/1996	Démission de Jules Coulon (évocation de l'arrivée de Pierre Blayau) Reconnaissance de l'échec du plan Coulon	
	L'ère Blayau : L'espoir déçu	
19/02/1996	Nomination de Pierre Blayau	
	Plan de restructuration n° 2 (Plan Blayau 1)	
04/05/1996	Préparation d'un plan de redressement	Réorganisation, rationalisation
18/06/1996	Annonce du plan Blayau 1	Réorganisation, rationalisation, licenciement, désinvestissement (prévision de retour aux bénéfices sur 3 ans)
18/10/1996	Confirmation et précision du plan Blayau	
18/06/1997	Premiers résultats positifs du Plan Blayau	
	Plan de restructuration n° 3 (Plan Blayau 2)	
22/07/1999	Préparation d'un second plan de redressement (reconnaissance de l'échec du premier plan Blayau)	Réorganisation, rationalisation, licenciement, désinvestissement, recherche de partenaires
	Réaffirmation du second plan de redressement	
24/01/2000	Annonce du plan Blayau 2	Réorganisation, rationalisation, licenciement, désinvestissement, recherche de partenaires, augmentation de capital
03/04/2001	Rumeurs de fusion avec Brandt	
20/06/2000	Réaffirmation de la fusion	
06/09/2000	Fusion	Accord sur la fusion prévue pour le 15/10
	L'ère Puy : Vers la faillite et la reprise par Seb	
27/09/2000	Départ Blayau et arrivée Puy	
08/12/2000	Accord de la commission européenne sur la fusion	
	Plan de restructuration n° 4 (Plan Puy)	
26/04/2001	Annonce du plan Puy	Réorganisation, rationalisation, licenciement, désinvestissement
12/07/2001	Rumeurs de faillite	
06/09/2001	Évocation du dépôt de bilan par le PDG	
07/09/2001	Faillite	Faillite (rumeurs de dépôt de bilan)
18/09/2001	Seb pourrait faire une proposition comme repreneur	Seb montre son intérêt pour les marques Krups et Moulinex
27/09/2001	Seb dispose d'un délai pour finaliser la reprise	
27/09/2001	Finalisation du plan de reprise	
16/10/2001	Défense des plans de reprise	Fidei conditionne sa reprise à l'abandon du nantissement des banques
22/10/2001	Reprise de Moulinex par Seb	Seb prévoit d'injecter 300 millions d'euros (acquisition des marques Moulinex et Krups)

avons choisi le ratio de l'excédent brut d'exploitation rapporté aux immobilisations (EBE/Immobilisations) car il a l'avantage de ne pas tenir compte du choix de financement. Pour ce qui est de la rentabilité financière, nous avons retenu le ratio de la CAF rapporté aux capitaux propres (CAF/Fonds Propres) car il mesure la rentabilité avant investissement des capitaux propres investis.

- *La structure financière et la notion de difficulté.* De très nombreux indicateurs peuvent caractériser une firme. Parmi ceux-ci, la structure financière apparaît être un élément essentiel pour évaluer la qualité d'une entreprise. En nous inspirant de Charreaux (1997), nous avons repris, comme mesure de levier, le rapport dette financière en valeur comptable/fonds propres en valeur comptable (variable Dettes financières/Fonds propres). Comme le soulignent Rajan et Zingales (1995), le levier peut être mesuré de différentes façons¹⁷. Le choix du ratio dettes financières sur fonds propres se justifie par l'importance qui lui est donnée par les créanciers financiers. En effet si ce ratio est supérieur à un, cela signifie qu'une part des dettes financières n'est pas couverte par des fonds propres qui constituent la garantie des créanciers au cas où la situation de l'entreprise tournerait à la déconfiture.

Pour qualifier la difficulté financière d'une firme de nombreux indicateurs existent. Ils sont à la fois comptables et/ou boursiers. À partir de là, nous avons considéré, dans le prolongement de Sentis (1998), que lorsqu'une de nos deux firmes avait un levier supérieur à la médiane sectorielle¹⁹, on pouvait la qualifier d'entreprise en difficulté (ou fortement endettée) alors que lorsque son levier se situait en dessous de la médiane sectorielle, on pouvait considérer la firme comme faiblement endettée. Ces valeurs médianes ont été reprises à partir de la codification sectorielle de la SBF (Société de Bourse Française). Pour compléter ce ratio, nous avons également retenu le ratio des charges financières rapportées à l'EBE. Ce ratio permet de mesurer l'importance de la charge financière que doit supporter l'entreprise. Par ailleurs, nous avons repris le ratio de la CAF rapporté aux dettes financières qui mesure la flexibilité financière des entreprises.

- *La concentration du secteur.* Diverses mesures de concentration existent. Dans le prolongement des travaux d'Opler et Titman et en nous appuyant sur les travaux de Fudenberg et Tirole (1986), de Poitevin (1989) ou encore de Bolton et Scharfstein (1990), nous avons retenu le CA cumulé des plus grandes entreprises du secteur. À l'instar d'Opler et Titman (1994), on considérera que si le chiffre d'affaires cumulé des quatre plus grandes firmes du secteur excède 40 % de l'activité totale du secteur, ce dernier est considéré comme fortement concentré. À la lumière des résultats, on observe que selon les produits, les parts de marché cumulés de Moulinex et de Seb varient entre 35 % et 70 % ce qui nous conduit à estimer que le secteur est concentré (la variable n'est pas reprise dans le *tableau 1*).

B. Méthodologie

Pour mesurer la réaction du marché aux différentes mesures prises par Moulinex, nous avons utilisé une méthodologie classique d'étude d'événement. Celle-ci mesure

l'impact d'une mesure de restructuration sur la valeur de la firme, impact mesuré par le changement de la richesse de l'actionnaire à la date d'annonce. Une réaction positive anormale indique que cette mesure, soit va augmenter à l'avenir les cash flow de la firme, soit révèle une information positive sur la valeur future de la firme (Campbell, Lo et MacKinlay, 1997).

L'étude d'événement consiste à mesurer, grâce aux données comptables et financières, l'impact des mesures de restructuration sur la valeur. Pour ce faire, nous avons utilisé des données de prix en périodicité journalière. Le seul filtrage a consisté à éliminer les jours où il n'y a pas eu de cotation (jours fériés). L'analyse des phénomènes de création de valeur a été menée à travers les taux de rentabilité du titre Moulinex et du titre Seb (logarithme du rapport des prix). L'impact d'un événement est mesuré par une différence de rentabilité entre le titre et la norme. Notre période d'événement comprend 21 jours : elle est centrée sur la date d'annonce et est notée $[-10; 10]$. Notre période d'estimation des « rentabilités normales » comprend 250 jours : elle est antérieure à la date d'événement, et est notée $[-261; -11]$ ¹⁹. L'écart de rentabilité se dénomme la rentabilité anormale. Celle-ci est déterminée par l'intermédiaire du modèle de marché :

$$R_{i,t} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

où :

$R_{i,t}$ est la rentabilité du titre i à la date t .

$R_{m,t}$ est la rentabilité de l'indice de marché à la date t (nous avons retenu comme indice de marché le SBF 250).

$\varepsilon_{i,t}$, terme d'erreur aléatoire, est le résidu de la régression et mesure le rendement anormal.

L'utilisation du modèle de marché suppose que ce terme d'erreur suit une loi normale de moyenne nulle et de variance constante notée σ^2_{RMM} , sans autocorrélation²⁰.

Dans un premier temps, les paramètres $\hat{\alpha}$ et $\hat{\beta}$ du modèle de marché sont estimés par régression linéaire sur la période d'estimation $[-261; -11]$. La fenêtre d'estimation est différente selon les événements en raison de l'instabilité des bêtas de Moulinex et de Seb sur la période 1994-2000. Dans un deuxième temps, la rentabilité anormale est calculée pour chaque date de la période d'événement $[-10; 10]$:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_{i,t} - \hat{\beta}_{i,t} R_{m,t} = \varepsilon_{i,t}$$

Dans un dernier temps, la rentabilité anormale

moyenne le jour t s'écrit $RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n RA_{i,t}$ où N est le

nombre de titres composant l'échantillon. t appartient à l'intervalle $[-10; 10]$ autour de la date d'annonce $t = 0$.

L'hypothèse nulle est celle de l'absence d'un impact de l'annonce des mesures de restructuration sur la rentabilité des titres, c'est-à-dire H_0 tel que $RAM_t = 0$ et l'hypothèse H_1 est alors telle que $RAM_t \neq 0$. Dans cette étude un test de significativité est utilisé. Il s'agit du T de student tel que

$T = \frac{RAM_t}{\sigma(RAM_t)}$. Enfin, la rentabilité anormale cumulée est

calculée sur une période t_1, t_2 inférieure ou égale à la

période d'événement (avec t_1 et $t_2 \in [-10 ; 10]$ et $t = 0$, date d'annonce de l'événement). Ce cumul permet d'appréhender les conséquences patrimoniales des mesures de restructuration pour une période, et non uniquement pour une date. Cette rentabilité moyenne cumulée est égale à

$$RAMC_{[t_1, t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} RAM_t. \text{ Là encore, le T de student est}$$

utilisé pour étudier le degré de significativité du résultat. Pour tester la significativité statistique des taux de rentabilité observés, sachant que l'étude proposée ne porte que sur une seule opération²¹, nous avons eu également recours à une approche non paramétrique (Aktas, De Bodt, Levasseur et Schmitt, 2000). L'approche non paramétrique adoptée dans ce travail est de type Monte-Carlo et consiste à reconstruire, à partir de la période d'estimation, utilisée pour estimer les paramètres des modèles présentés ci-dessus, les distributions empiriques du taux de rentabilité anormal cumulé sur plusieurs jours. Les taux de rentabilité anormaux cumulés sur deux ou plusieurs jours durant la période d'événement sont alors comparés à cette distribution empirique, construite sous l'hypothèse H0 de non événement, afin de déterminer leur niveau de significativité.

Après avoir développé notre discussion théorique et notre méthodologie, nous allons présenter nos résultats.

III Résultats et analyses

Nous avons choisi de présenter de façon synthétique nos résultats au travers du *tableau 3*. Nous nous appuyerons sur ce dernier pour nos commentaires. La présentation de nos résultats suivra la même structure que celle adoptée dans notre discussion théorique.

1. L'impact des mesures de restructuration sur la société initiatrice

Rappelons que nos hypothèses H1a et H1b cherchent à déterminer l'impact des plans de restructuration sur la valeur boursière de la société initiatrice, en particulier lorsque celle-ci est en difficulté. Si l'on se réfère au levier de Moulinex sur la période 1994-2000, on constate qu'il est presque toujours supérieur à la médiane sectorielle à l'exception de l'année 1998. À partir de ce constat, on peut considérer que Moulinex se trouve en situation de difficulté ou de fragilité financière sur toute cette période.

De l'ensemble des plans de restructuration engagés par Moulinex, seul le premier, en l'occurrence le premier plan Coulon, peut être qualifié de défensif. Conformément à notre hypothèse H1a, on observe un rendement anormal négatif et significatif (-4,5 %, significatif au seuil de 5 % le jour de la date d'annonce).

En revanche, nos résultats ne permettent pas de valider complètement notre seconde hypothèse à savoir que le marché réagirait positivement à l'annonce de plans de restructuration offensifs (plans qui privilégient les mesures structurelles telles que la rationalisation de l'outil de production ou la

réorganisation de la structure de la firme). Seul le premier plan Blayau confirme notre hypothèse H1b. En fait, la réaction du marché (rendement anormal de 9,8 % significatif au seuil de 1 %, le jour de la date d'annonce) s'explique par l'ampleur du plan envisagé et par le crédit que Pierre Blayau a auprès des investisseurs. La nomination de Pierre Blayau, réputé comme un patron à poigne, avait pour objectif d'apporter des solutions aux errements de Moulinex. En réalité, ce plan, malgré sa rudesse (2 600 suppressions d'emplois), allie la rationalisation (réduction des coûts) avec une réorientation de la stratégie plus particulièrement axée sur la recherche développement et le renouvellement de la gamme sur des produits à forte marge. Les résultats ne se font pas attendre puisqu'un an plus tard Moulinex, contre toute attente, annonce renouer avec les bénéficiaires.

Néanmoins, les autres plans offensifs ne sont pas systématiquement perçus positivement par le marché. Comment expliquer ces résultats ? En réalité, on peut distinguer deux cas. En effet, la deuxième phase du plan Coulon apparaît comme un plan de « rattrapage ». Il fait suite à l'échec du premier plan initial. Quant au second plan Blayau, on peut le considérer comme un plan anti « crise russe ». S'il se veut offensif, il est largement conditionné par la crise russe. Même si ces plans traduisent une volonté d'apporter des solutions aux problèmes de Moulinex, ils sont perçus négativement. Tout se passe comme si la multiplicité des plans rendait de moins en moins crédibles les annonces. Enfin, concernant le dernier plan ou plan Puy, la réaction négative (rendement anormal de -4,7 % significatif au seuil de 10 %) s'explique par le fait qu'il s'agit, comme le précise le PDG, du plan de la dernière chance. En réalité, Patrick Puy ne fait que reprendre, presque dans son intégralité, le deuxième plan Blayau. Ce plan est voué à l'échec en raison de l'attitude de l'actionnaire de référence (le groupe Elfi) qui refuse de réinjecter de l'argent en raison des faibles perspectives de profit à terme. Le *tableau 4* reprend de façon synthétique nos résultats.

Tableau 4. Rendements anormaux de Moulinex associés aux différentes annonces de restructuration

Plan	Type de plan	Rendement anormal en $t = 0$ et significativité du résultat	Signe attendu du rendement anormal
Coulon phase 1 (1994)	Défensif	-4,5 % (**)	-
Coulon phase 2 (1995)	Offensif	-0,1 % (non significatif)	+
Blayau 1 (1996)	Offensif	+9,8 (***)	+
Blayau 2 (2000)	Offensif	-4 % (**)	+
Puy (2001)	Offensif	-4,7% (*)	+

Note : Le rendement anormal est celui de la date d'annonce. ***, ** et * sont les indicateurs de significativité au seuil de 1, 5 et 10 % sont indiqués entre parenthèses.

2. L'impact des plans de restructuration sur les compétiteurs : effet contagion ou effet compétitivité ?

Notre recherche ne s'intéresse pas exclusivement aux réactions du marché vis-à-vis de la société initiatrice d'un plan de restructuration mais également à l'influence que ce plan de restructuration peut avoir sur les principaux compétiteurs du secteur. Nous avons donc mesuré cet impact sur la société Seb, principal concurrent de Moulinex. Nous avons défini un double impact : l'effet contagion et l'effet compétitivité. Notre analyse s'attachera à expliquer ces effets à la lumière des caractéristiques de la firme et plus spécialement du levier.

Dans notre hypothèse H2, nous nous attendions à observer un effet contagion en raison de l'importance du levier de l'entreprise concurrente (dans notre cas Seb). À l'inverse, si le compétiteur, dans un secteur concentré, avait pour caractéristique un levier faible (dans notre cas un levier inférieur à la médiane sectorielle), alors nous nous attendions à un effet compétitivité. Si l'on prend en compte l'évolution du levier de Seb sur la période 1994-2000, on observe que ce dernier est inférieur à celui de la médiane du secteur sur 1994-1996 (les valeurs de Seb allant de 0,31 à 0,45 alors que la médiane sectorielle se situe entre 0,45 et 0,58), puis devient supérieur à la médiane sur la période 1997-1999 avant que de repasser en dessous de cette même médiane en 2000. À partir de là, selon nos hypothèses H2 et H3, on devrait observer un effet contagion si des plans de restructurations ont été annoncés pendant la période 1997-1999 et, à l'inverse on devrait observer, sur la période 1994-1996 et sur l'année 2000, un effet compétitivité. Le *tableau 5* reprend de façon synthétique les résultats obtenus.

Nos résultats suggèrent l'existence d'un effet compétitivité. En revanche l'effet contagion n'est pas validé. Ainsi l'hypothèse H3 est confirmée alors que l'hypothèse H2 est

Tableau 5. Rendements anormaux de Seb associés aux différentes annonces de restructuration de Moulinex

Plan	Niveau endettement / secteur *	Rendement anormal en $t = 0$ et significativité du résultat	Signe attendu du rendement anormal
Plan Coulon phase 1 (1994)	Faible	+ 1,3% (non significatif)	+
Plan Coulon phase 2 (1995)	Faible	+ 0,1% (non significatif)	+
Plan Blayau 1 (1996)	Faible	+ 0,8% (non significatif)	+
Plan Blayau 2 (2000)	Fort	+ 0,6 % (non significatif)	-

* L'endettement est considéré comme faible lorsque la valeur du levier est inférieure à la moyenne sectorielle.

Note 1 : Le rendement anormal est celui de la date d'annonce. ***, ** et * sont les indicateurs de significativité au seuil de 1, 5 et 10 % sont indiqués entre parenthèses.

Note 2 : Le niveau d'endettement est mesuré comme le rapport des dettes financières sur les fonds propres.

Note 3 : Nous n'avons pas pris en compte le plan Puy car nous n'avions pas, au moment de la rédaction de ce travail, le détail des comptes et bilans des sociétés en 2001.

non vérifiée. Une explication possible tient dans le fait que l'annonce d'un plan de restructuration par une firme en difficulté est susceptible de permettre une redistribution des parts de marché aux autres compétiteurs. En effet sur la période 1994-1996, Seb a un levier inférieur à la fois à celui de Moulinex et de la médiane sectorielle. À partir de là on peut considérer que les annonces de plans de restructuration de Moulinex sont autant de nouvelles opportunités pour Seb. Les annonces de plans de restructuration traduisent la faiblesse de Moulinex et laisse donc la possibilité à Seb de s'engager dans une politique de conquête de parts de marché, politique facilitée par un bon équilibre bilantaire. Un autre point mérite cependant d'être signalé. Dans le cas du second plan Blayau et alors même que le levier de Seb dépassait très largement la moyenne sectorielle (soit 0,96 comparé à une moyenne sectorielle de 0,57), on n'assiste pas à un effet contagion conformément à l'hypothèse H2 mais au contraire à un effet compétitivité. Ce résultat doit se comprendre à la lumière de la situation dans laquelle se trouve ces deux groupes. En réalité, le marché considère le second plan Blayau comme un plan de sauvetage et non pas comme un plan offensif. Ce plan traduit la faiblesse de Moulinex et par conséquent sa fragilité face à ses principaux concurrents. Ces derniers sont dans une position favorable pour saisir de nouvelles parts de marchés. C'est cet élément qui est pris en compte et qui explique le rendement anormal positif constaté sur Seb (rendement anormal de 0,06 mais non significatif).

3. L'impact de la faillite sur le compétiteur

L'annonce d'une faillite, qu'elle qu'en soit les raisons, peut également avoir un impact sur les concurrents comme le soulignent Lang et Stulz (1992). Par rapport à cet argumentaire, nous avons donc dressé une hypothèse H4 en tenant compte du degré de concentration du secteur. En effet, dans ce cas précis, les parts de marchés cumulées de Moulinex et de Seb représentent selon les produits entre 35 et 70 % du chiffre d'affaires total du secteur. Nos résultats suggèrent un faible effet contagion (-0,5 % résultat non significatif). Le résultat est repris dans le *tableau 6*. En fait, la réaction du marché peut s'expliquer par le fait que l'annonce de la faillite est une information négative pour l'ensemble du secteur et principalement pour Seb même si celui-ci se retrouve sans concurrent de référence. Néanmoins, à l'annonce du rachat des marques Krups et Moulinex par Seb, la réaction du marché est positive. En effet, dans cette nouvelle configuration, Seb est à même de pouvoir renforcer sa position de leader²² par l'exploitation des marques rachetées lui permettant de saisir de nouvelles opportunités de croissance. Cependant il

Tableau 6. Rendements anormaux de Seb associés à l'annonce de la faillite de Moulinex

Type d'annonce	Rendement anormal en $t = 0$ et significativité du résultat	Signe attendu du rendement anormal
Annonce de la faillite de Moulinex	- 0,5 % (non significatif)	+

Note : Le rendement anormal est celui de la date d'annonce. ***, ** et * sont les indicateurs de significativité au seuil de 1, 5 et 10 % sont indiqués entre parenthèses.

nous est difficile de conclure en raison de la non significativité des résultats. L'ensemble de nos résultats est repris de façon synthétique dans le *tableau 7*.

Tableau 7. Récapitulatif des résultats

Hypothèses	Résultats
H1a : L'annonce des plans de restructurations à caractère défensif, par une entreprise en difficulté, est source de variation négative de richesse pour ses actionnaires.	Hypothèse non rejetée.
H1b : L'annonce d'un plan de restructuration, par une entreprise en difficulté, est source de variation positive de richesse pour les actionnaires lorsque ce plan comporte des mesures structurelles (réorganisation, rationalisation).	Hypothèse partiellement vérifiée.
H2 : L'annonce de mesures de restructuration peut amener à un effet contagion sur les autres firmes du secteur, particulièrement les plus endettées.	Hypothèse non vérifiée.
H3 : Au sein d'un secteur concentré, l'annonce de mesures de restructuration peut révéler de nouvelles opportunités pour les concurrents les moins endettés et au delà créer de la valeur pour leurs actionnaires.	Hypothèse non rejetée.
H4 : Dans un secteur concentré, la faillite d'une société devrait conduire à une variation positive de richesse pour les actionnaires des entreprises concurrentes.	Hypothèse non vérifiée

Conclusion

Ce papier met en évidence l'influence d'un plan de restructuration sur la valeur actionnariale de la société initiatrice et sur celle de son principal compétiteur. L'effet sur le principal compétiteur peut se révéler être soit un effet de contagion, soit un effet de compétitivité. L'effet contagion, qui touche les firmes aux mêmes caractéristiques que celle qui engage le plan de restructuration, se matérialise par une destruction de valeur. L'effet compétitivité, est matérialisé par une création de valeur. Notre travail met tout d'abord en évidence que l'impact d'un plan de restructuration sur le cours de la société initiatrice dépend de sa nature. Plus précisément, les plans de type défensif sont perçus négativement par le marché. Notre second résultat suggère que les annonces de restructuration ont également une influence sur les concurrents. Ainsi l'annonce d'un plan de restructuration est source d'opportunités pour les concurrents dont l'endettement est faible (effet compétitivité). Cet effet est compris entre 0,4 et 1,7 %. Cependant les résultats ne sont pas significatifs. Enfin, notre dernier résultat met en évidence que l'annonce d'une faillite joue en retour sur les concurrents. On observe ainsi une destruction de valeur actionnariale mettant en évidence un effet contagion.

Sur le plan méthodologique, notre démarche montre l'utilité d'une démarche par étude de cas. Si l'on se réfère à Jameux et al. (1996), on peut distinguer quatre formes principales de recherche en gestion. Les deux formes les plus

répandues sont les recherches logico-formelles et empirico-formelles. Elles reposent sur une démarche de construction théorique ou de test d'hypothèses de type déductif. Les deux autres formes sont des travaux de types empiriques. Elles se composent, d'une part, d'études exploratoires où le raisonnement inductif domine dans une attitude vis-à-vis de l'entreprise que Savall et Zardet (1996) qualifient de « contemplative (observation distante soi-disant sans interférence) » et d'autre part, elles relèvent de la recherche action où le chercheur, chargé de l'étude où le chercheur est aussi acteur, chargé de l'étude et de la résolution d'un problème identifié dans l'entreprise. Une dernière catégorie est bien souvent omise : les études de cas.

Notre travail s'inscrit dans le prolongement méthodologique proposé par Jensen (1983). Il s'agit ici, non pas de construire un nouveau modèle mais d'apprécier la « validité » de la grille théorique constituée par la théorie financière. En ce sens, l'étude de cas constitue la vérification (ou l'infirmité) de la grille théorique. L'infirmité permet alors d'enrichir la grille théorique. C'est en ce sens qu'une étude de cas trouve sa justification.

En réalité notre travail s'inscrit dans une démarche positiviste. Ainsi, nous cherchons à mettre en évidence si les données observées peuvent établir qu'une théorie est erronée ou impropre dans un type de situation spécifique.

Force est de constater que les utilisations des études de cas sont relativement récentes dans le domaine financier. Sous l'impulsion de Jensen et al. (1989), des tentatives ont vu le jour principalement au sein de revue telle que le *Journal of Financial Economics*. Elles restent néanmoins marginales au sein de la communauté financière. En France, l'utilisation des études de cas s'est développée au sein de travail de thèse (Romon, 1997 ; Dereeper, 1999). Un autre exemple plus original peut également être trouvé chez Wirtz (1999). Ces exemples montrent que cette méthodologie peut s'appliquer à d'autres dossiers ou thèmes financiers.

Cependant, la démarche d'étude clinique peut s'entendre d'une autre façon. Pour Wacheux (1996), cela consiste à observer une ou plusieurs organisations sur la durée. Il s'agit ici de recenser les modifications et transformations de l'objet puis de mener une interprétation des observations empiriques colligées. Ce type de recherche consiste une approche alternative mais reste réduit car peu d'entreprises sont prêtes à confier leurs secrets organisationnels à un chercheur ayant une mission de publication.

Force est de souligner la portée restreinte de nos résultats dans la mesure où un cas ne permet pas la généralisation. D'autres études, essentiellement américaines, se heurtent au même problème. À partir de là, seule une étude empirique sur un échantillon plus large permettrait d'asseoir nos résultats comme le proposent Lang et Stulz (1992) sur le marché américain. Ce travail se heurte à la collecte des données. Néanmoins, nous pensons que les études de cas contribuent à la compréhension des mesures de restructurations qui restent des phénomènes complexes. Ce travail laisse donc en suspens plusieurs pistes de recherche et en particulier celui de la généralisation au travers d'une étude empirique. ■

1 La dénomination de Moulinex date de 1954. Auparavant la société portait le nom de Société d'études et d'exploitation chimie et mécanique – Légumex.

2 Ce nom est la contraction de « moulin express ».

3 Interview donnée au journal *Les Échos* paru 23 juin 1989.

4 Les marques Swan et Girmi génèrent respectivement un CA de 68,6 millions et de 24,39 millions d'euros et dégagent un bénéfice avant impôt et éléments exceptionnels de 2 millions de livres soit environ 3,2 millions d'euros.

5 Interview donnée par l'ensemble des protagonistes à la presse.

6 Interview donnée au journal *Les Échos*.

7 Néanmoins, il convient de noter que cette politique de développement dans le domaine des fours à micro-ondes se soldera par un échec. Tout au long des années 1990, Moulinex verra sa position concurrentielle se détériorer face à ses concurrents. Ainsi la part de marché de Moulinex dans le four à micro-ondes passa de 28 % en 1993 à 15,7 % en 1997 puis à 7,1 % en 2000.

8 Interview donnée au journal *Les Échos*.

9 Interview donnée au journal *Les Échos* le 18/6/1996.

10 Entretien donné au journal *Le monde* le 19/6/1996.

11 Le 6/9/1996 Henri Charnallet quitte le directoire au profit de Bernard de Crevoisier et de Max Matta qui se verra confier la communication du groupe. De même il est mis un terme au contrat de conseil et d'assistance de Gilbert Torelli, par ailleurs toujours président au conseil de surveillance.

12 Entretien donné au journal *Les Échos* du 05/03/2001 avec Thierry de la Tour d'Artaise.

13 Entretien donné au journal *Les Échos* du 05/03/2001 avec Thierry de la Tour d'Artaise.

14 Source *Capital* de janvier 2002, p. 13.

15 Plus précisément Laux, Starks et Yoon (1998) s'interrogent sur l'influence de l'augmentation (ou de la baisse) du dividende d'une entreprise sur la valeur boursière de ses compétiteurs. Leurs résultats suggèrent des réactions différentes. Les auteurs distinguent deux situations. Dans la première ils considèrent que les compétiteurs ont un faible pouvoir de marché ou de faibles opportunités de croissance. Dans ce cadre, leurs résultats suggèrent qu'une augmentation du dividende n'a pas d'impact significatif sur la valeur actionnariale alors qu'une baisse amène à une réaction négative du marché. À l'inverse pour les firmes dont le pouvoir de marché est fort ou les opportunités de croissance importantes, les résultats mettent en évidence d'une part, aucune réaction significative en cas de baisse de dividendes et d'autre part, une réaction positive en cas de hausse des dividendes. De cette étude il ressort que ces deux effets coexistent mais que la prédominance de l'un

sur l'autre est conditionnée par les caractéristiques de secteur industriel et de la firme concurrente.

16 La difficulté pourrait être associée à la notion juridique de faillite mais les auteurs qui se sont intéressés au problème ont montré qu'une telle définition était trop restrictive. La difficulté est un processus qui se manifeste par une série de symptômes sans que l'on puisse dégager clairement un sens de causalité. Ainsi, la difficulté est souvent associée à la croissance de l'endettement ou à la baisse de la performance. De manière générale, la difficulté s'assimile à une situation de tension. Dans ce cadre, elle va conduire l'organisation à s'adapter afin de pouvoir honorer ses engagements auprès de ses partenaires.

17 Sur les différentes façons de calculer le levier, le lecteur intéressé pourra se référer à Rajan et Zingales (1995, p. 1427-1433).

18 La médiane est un estimateur de valeur centrale d'une distribution. Elle est préférable à la moyenne car elle attribue moins de poids aux valeurs extrêmes.

19 Le choix d'une somme de 250 séances pour les fenêtres de calcul est fait pour représenter une année entière de cotation du titre qui inclut tous les effets cycliques possibles tels que, par exemple, l'effet janvier.

20 La méthode de l'étude d'événement repose sur le calcul des régressions par les moindres carrés ordinaires. Elle impose des conditions sur les résidus, en particulier elle suppose que les résidus sont homoscedastiques et sans autocorrélation. La présence d'hétéroscédasticité, que l'on peut déterminer au moyen d'un test de Spearman, tient au fait que la variance des termes d'erreur, conditionnellement à l'une des variables explicatives, a tendance à adopter un comportement systématique de façon temporelle. L'autocorrélation, détectée au moyen d'un test de Durbin Watson, tient dans le fait que le terme d'erreur relatif à une observation est influencé par le terme d'erreur relatif à une autre observation. Dans les deux cas les estimateurs restent sans biais, mais ils ne sont plus de variance minimum. Dans l'ensemble de nos régressions, nous reconnaissons celles pour lesquelles l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation sont présentes aux seuils de 5 % et 1 %.

21 Le fait de n'étudier qu'une seule opération nous exclut du champ d'application des conséquences du théorème central limite qui, pour rappel, permet, en agrégeant les résultats obtenus pour un échantillon de cas de taille suffisante, de s'appuyer sur l'hypothèse de normalité des rendements anormaux moyens observés. Néanmoins Bruner (1999) dans le prolongement de Ruback (1982) précise que cette approche reste encore valide dans ce cas.

22 La position de Seb et son appréciation par le marché sera confortée quelques mois plus tard par l'agrément de la commission européenne sur le rachat de la marque Moulinex.

Bibliographie

Aktas N., Debovt E., Levasseur M., Schmitt A., 2000, « The emerging role of European Commission in mergers and acquisition monitoring : the Boeing/MacDonnell Douglas case », Working paper, congrès de l'EFMA, 26 p.

Bessler W., Nohel T., 2000, « Asymmetric information, dividend reductions, and the contagion effects in bank stock retruns », *Journal of Banking and Finance*, 24, p. 1831-1848.

Bolton P., Scharfstein D.S., 1990, « A Theory of Predation based on agency problems in financial contracting », *American Economic Review*, 80, p. 93-106.

Bruner R.F., 1999, « An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger volvo and renault », *Journal of Financial Economics*, 51, p. 125-166.

Campbell Y.J., Lo A.W., Mackinlay A.C., 1997, « The econometrics of financial markets », 1^o Edition Princeton University, Chap. 4, « Event-study Analysis », p. 149-180.

Charreaux G., 1997, *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*. Economica. Ouvrage collectif, paris, 540 p.

Dereeper S., 1999, « La préparation à l'augmentation de capital des sociétés cotées sur le marché boursier français », Thèse de doctorat en nouveau régime de sciences de gestion, Université de Lille 2, 577 p.

Ferris S.P., Jarayanam N., Makhija A.K., 1997, « The response of competitors to announcements of bankruptcy : An empirical examination of contagion and competitive effects », *Journal of Corporate Finance*, 3, p. 367-395.

Fudenberg D., Tirole J., 1986, « A 'signal-jamming' theory of predation », *Rand Journal of Economics*, 17, p. 366-376.

Jameux C., Meschi P.-X., Moscarola J., 1996, « La production de thèses de stratégie : 1991-1995, Rapport de l'AIMS », Commission de recherche doctorale, juin, 20 p.

Jensen M.C., 1983, « Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. LVIII, n° 2, p. 319-339.

Jensen MC., Fama E.F., John B., Long JR., Ruback R.S., Schwert G.W., Clifford W., Smith JR., Warner J., 1989, « Clinical papers and their role in the development of Financial Economics », *Journal of Financial Economics*, 24, p. 3-6.

Kang J.K., Shivdasani A., 1997, « Corporate restructuring during the performance declines in japan », *Journal of Financial Economics*, 46, p. 29-65.

Lang L., Stulz R., 1992, « Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements. An empirical analysis », *Journal of Financial Economics* 32, p. 45-60.

- Laux P., Starks L.T., Yoon P.S., 1998, « The relative importance of competition and contagion in intra-industry information transfers : an investigation of dividend announcements », *Financial Management*, vol. 27, n° 3, Autumn, p. 5-18.
- Madura J., Akhigbe A., Banner K.S., 1995, « Intra-industry effects of bank layoff announcements », *Review of Financial Economics*, vol. 4, n° 2, p. 187-195.
- Ofek E., 1993, « Capital structure and firm response to poor performance. An empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, 34, p. 3-30.
- Opler T., Titman S., 1994, « Financial distress and corporate performance », *Journal of Finance*, XLIX(3), p. 1015-1040.
- Poitevin M., 1989, « Financial signalling and the 'deep-pocket' argument », *Rand Journal of Economics*, 20, p. 26-40.
- Porter M., 1986, « Competition in Global Industries », Harvard business School Press, chap 1, p. 15-60.
- Rajan R.G, Zingales L., 1995, « What do we know about capital structure ? Some evidence from international data », *Journal of Finance*, vol. 50, Issue 5, p. 1421-1460.
- Romon F., 1997, « Les relations actionnariat, dividende et cours boursiers : études cliniques et empiriques sur le marché français », Thèse de doctorat en nouveau régime de sciences de gestion, Université de Lille 2, 378 p.
- Ruback R.S., 1982, « The effect of discretionary price control decisions on equity values », *Journal of Financial Economics*, 10, p. 83-105.
- Savall H., Zardet V., 1996, « Panorama des publications scientifiques en management stratégique 1990-1995 », Rapport de l'AIMS, Fnege, octobre, p. 44-59.
- Sentis P., 1998, « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs », *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 1, n° 4, p. 115-150.
- Sun H.L., Tang A.P., 1998, « The intra-industry information effect of downsizing announcements », *American Business Review*, June, p. 68-76.
- Wacheux F., 1996, « Méthodes qualitatives et recherche en gestion », *Economica*, Collection gestion, Paris, 285 p.
- Wirtz P. 1999, « Évolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, mars, p. 117-143.