

RESEAU MONDER
« MONDIALISATION, ÉNERGIE, ENVIRONNEMENT »
COLLOQUE INTERNATIONAL

*LA NÉCESSITÉ
DE NOUVELLES RÉGULATIONS INTERNATIONALES
FACE AUX MUTATIONS ÉNERGÉTIQUES
ET ENVIRONNEMENTALES*

**Les stratégies de fusions–acquisitions dans le
secteur de l'énergie :
impacts économiques et Financiers**

Laurent DAVID
*CREDEN
Gaz de France*

12 juin 2001

1. Introduction

Face aux opportunités et aux contraintes que génère la déréglementation, les compagnies gazières nord-américaines se sont lancées dans de nombreuses opérations de fusions-acquisitions. L'ampleur de ce mouvement soulève la question suivante : les restructurations actuelles sont-elles l'expression d'une stratégie industrielle, ou au contraire, ne sont-elles que le résultat de stratégies financières ? Schématiquement, une firme dont les opérations de fusions-acquisitions sont guidées par une stratégie industrielle recherche des synergies grâce auxquelles elle améliore son efficacité. Une stratégie financière est généralement fondée sur deux objectifs :

- soit la firme acheteuse cherche à spéculer sur la valeur du cours de la firme cible, qui ne correspond pas, selon elle, à la véritable valeur de l'entreprise (auquel cas la prise de contrôle sera suivie par une revente);
- soit elle cherche tout simplement à prendre le contrôle de la firme, car elle estime que les dirigeants actuels sont inefficaces.

La réponse à cette question peut se révéler particulièrement intéressante à l'heure où le processus de déréglementation s'installe progressivement partout dans le monde. Si les rapprochements relevés sur le marché gazier américain obéissent à une logique industrielle, alors cela signifie que la suppression des barrières réglementaires autorise désormais les firmes à se regrouper pour accroître leur rentabilité. Le processus de déréglementation risque alors de buter sur une contradiction : en ouvrant les marchés énergétiques à la concurrence, il favorise l'émergence de grands groupes qui précisément échapperont à cette concurrence. A l'intégration verticale des firmes régulées risque de succéder l'intégration horizontale sur les différents maillons de la chaîne gazière.

Vérifier la réalisation de synergies industrielles nécessiterait de pouvoir étudier les firmes impliquées dans des opérations de fusion sur une longue période. Or, l'ouverture du marché gazier américain en 1992 n'offre qu'un recul limité. Néanmoins, en relevant les opérations menées par quelques compagnies, il est possible d'évaluer le type d'intégrations (horizontale, verticale ou diversifiée) souhaitées et l'impact à court terme des opérations de fusions-acquisitions sur quelques indicateurs-clés des performances des entreprises. Notre objectif est ici d'analyser les opérations effectuées par les compagnies de gazoducs. Notre choix s'est porté sur ce segment pour deux raisons. D'une part, l'activité de transport proprement dite reste un monopole naturel réglementé au niveau fédéral. D'autre part, l'activité des compagnies de gazoducs a considérablement évolué depuis l'entrée en vigueur du décret 636 en 1992 qui leur a imposé l'accès des tiers au réseau et qui les a contraint à se séparer juridiquement de leur activité de négoce. Ces deux éléments ont conduit les compagnies

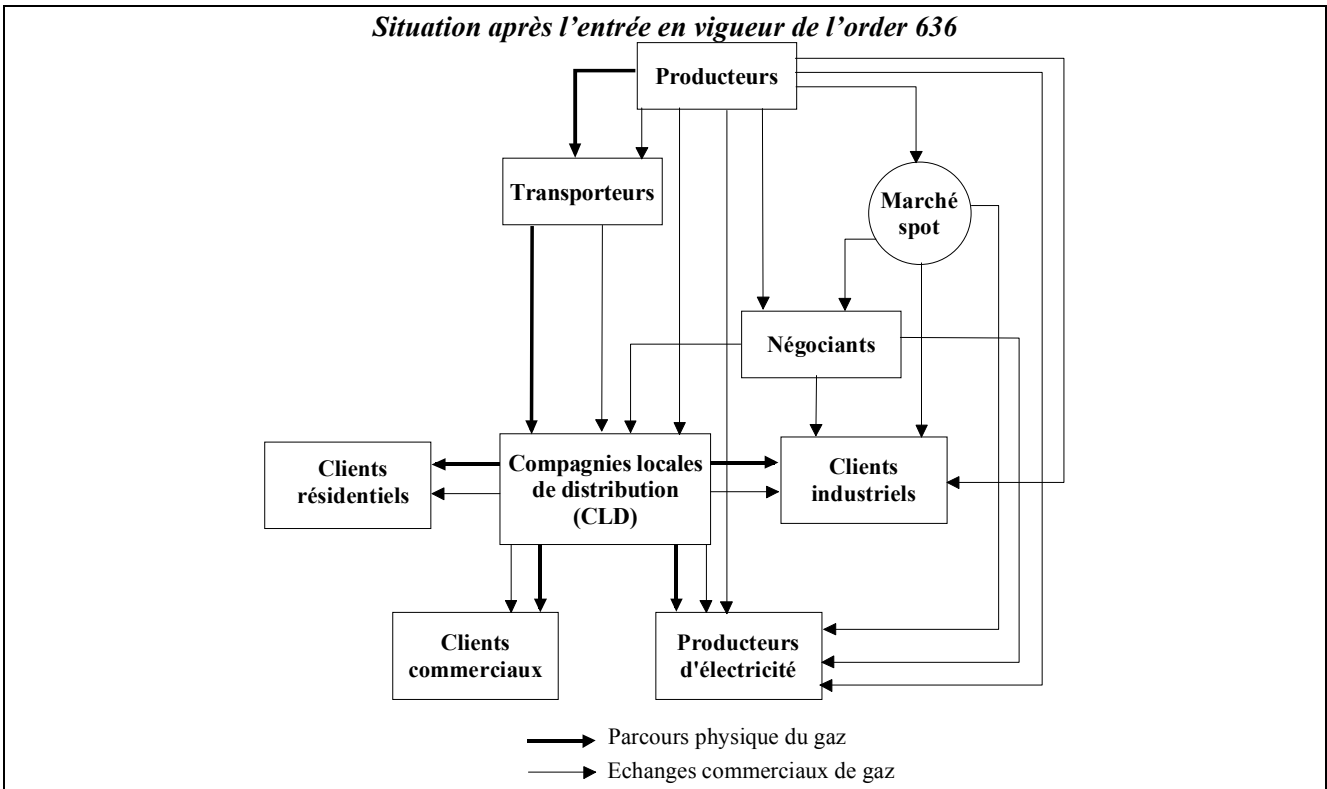
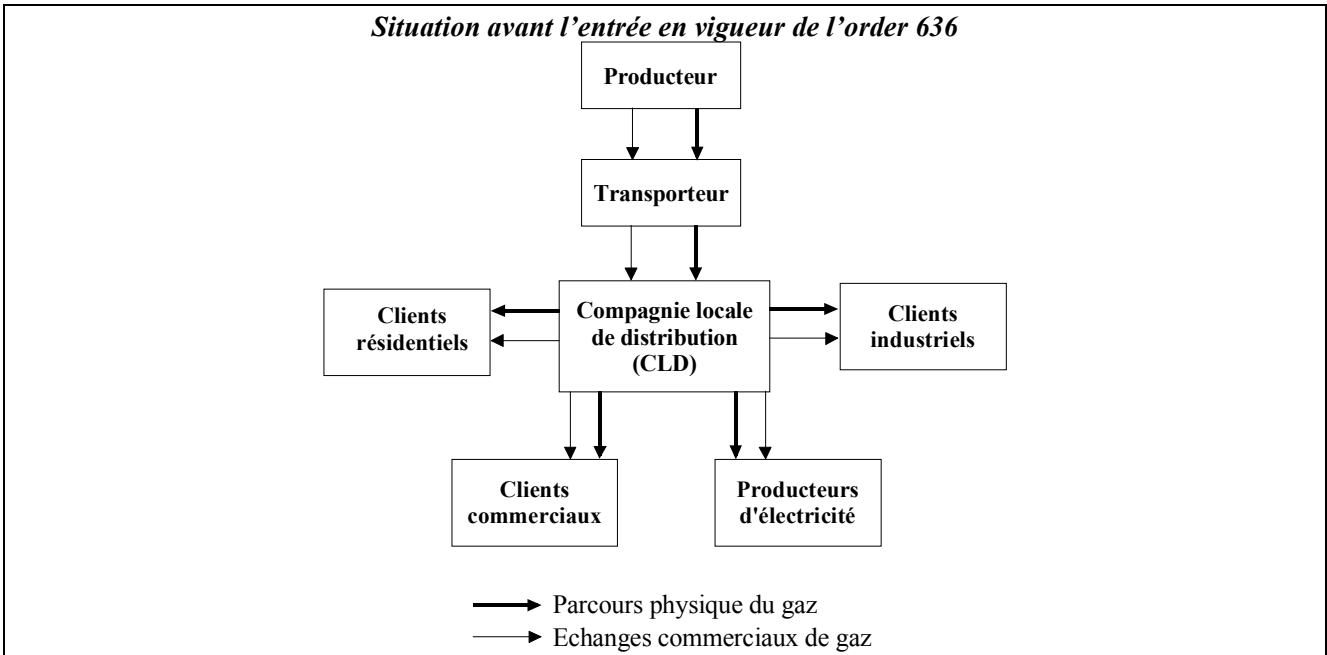
de gazoducs à rechercher l'intégration horizontale au niveau de leur activité réglementée (le transport) et simultanément au niveau de leur activité déréglementée (le négoce).

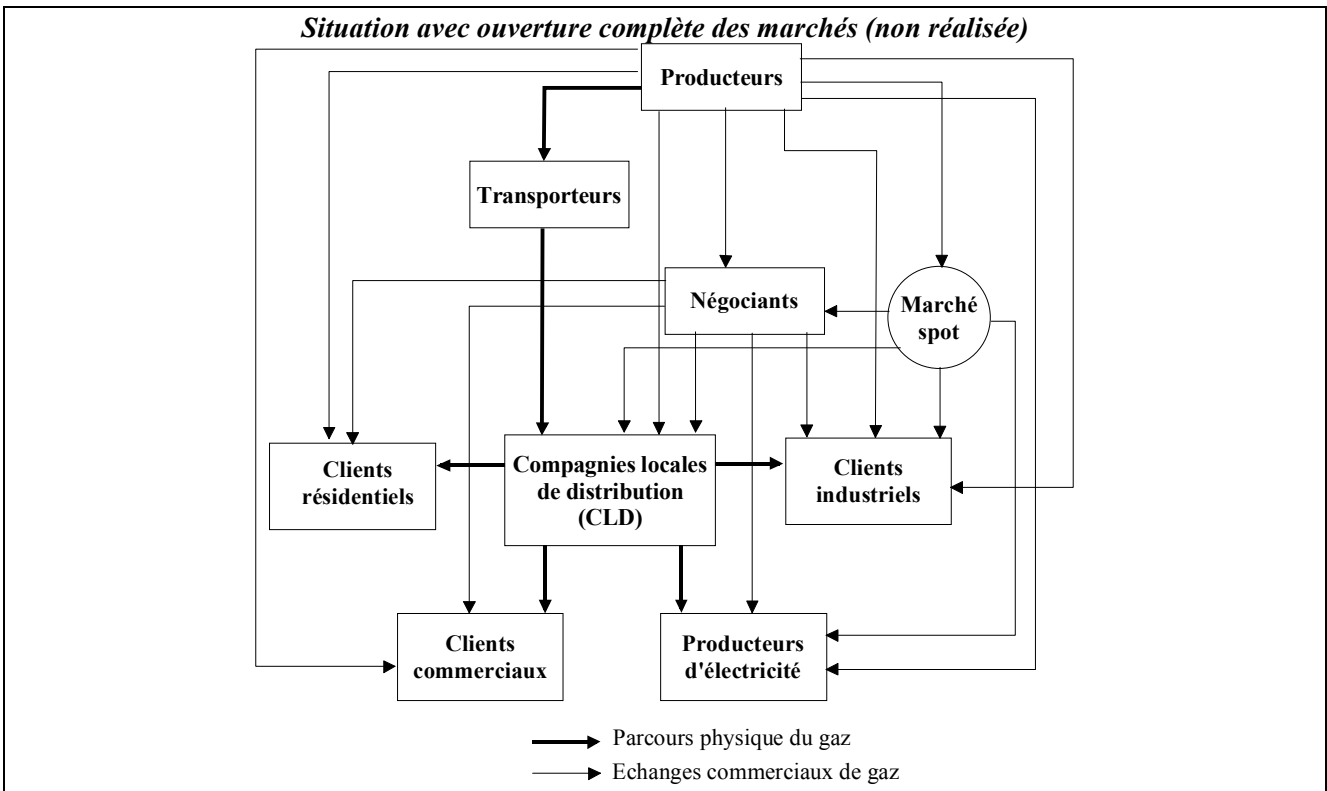
L'analyse des cinq compagnies retenues dans ce document se fonde sur des données allant de 1991 à 2000. Deux approches parallèles ont été mises en œuvre : la première consiste à analyser les performances du point de vue des marchés financiers et la seconde consiste à relever les indicateurs relatifs à l'efficacité industrielle des firmes étudiées. Une comparaison des performances industrielles et financières est proposée pour cinq holdings issues du transport. Au terme de cette comparaison, il est possible d'apprécier la validité des différents choix stratégiques mis en œuvre parmi les transporteurs et les distributeurs. Les opérations de fusion-acquisition relèvent généralement d'une logique industrielle. Il s'agit pour les gazoducs d'étendre leurs réseaux, et d'accroître la taille de leur filiale responsable du négoce. Cependant, il apparaît que, pour quelques firmes, les fusions-acquisitions obéissent également à une logique financière dans la mesure où leur impact sur l'efficacité industrielle ne correspond pas à celui relevé sur le cours boursier.

2. Evolution du marché américain et des compagnies de transport

Le décret 636 a profondément transformé la structure des échanges gaziers aux États-Unis. Ainsi, la Figure 1 ci-dessous montre combien les relations entre les acteurs se sont singulièrement complexifiées.

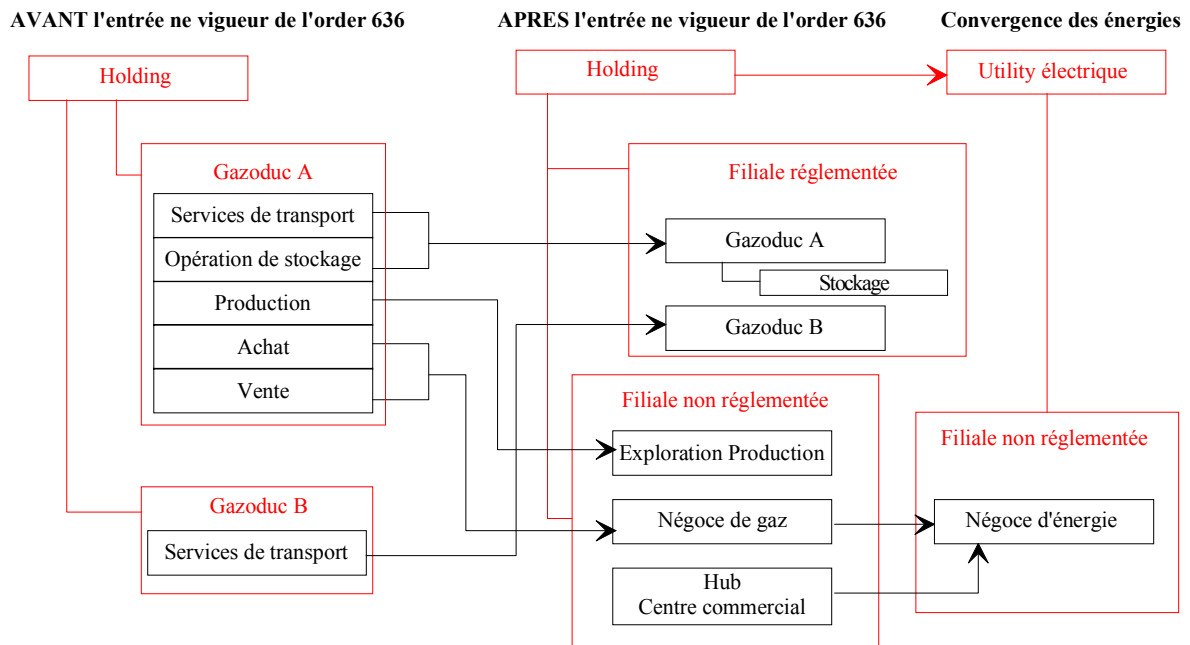
Figure 1 Evolution de la structure de l'industrie gazière américaine





L'évolution de l'industrie décrite par la Figure 1 ci-dessus s'est répercuté dans la structure des gazoducs qui se sont adaptés à l'évolution de leur environnement. La restructuration des compagnies de gazoducs initiée par l'ordre 636 peut se résumer par la Figure 2 ci-dessous.

Figure 2 Evolution de la structure d'une compagnie de gazoduc



Les transformations décrites ci-dessus impliquent des opérations de fusions-acquisitions. Cependant, les nombreuses restructurations qui ont secoué l'industrie gazière américaine, n'obéissent pas à une logique industrielle. L'analyse des résultats de cinq gazoducs nord-américains qui ont procédé à des opérations de fusion-acquisition entre 1992 et 1999, doit fournir une première idée de la logique qui a présidé à ces opérations.

3. Firmes étudiées

Les données¹ utilisées viennent principalement de trois sources :

- les rapports annuels extraits des sites des compagnies étudiées (cf. Tableau 1) ;
- les rapports SERIS « Natural Gas Companies Worldwide » (vol. 4 et 5) de I. RUTLEDGE et P. WRIGHT ;
- les données financières extraites du site *corporateinformation.com*.

Tableau 1 Les firmes de l'échantillon étudié

<i>Nom</i>	<i>Profil</i>	<i>Localisation</i>
EL PASO	Transporteur qui s'est intégré verticalement notamment vers la production d'électricité	Texas (Houston)
ENRON	Fruit de la fusion des deux transporteurs américain, multinationale extrêmement diversifiée	Texas (Houston)
WILLIAMS	Holding de gazoducs américains	Oklahoma (Tulsa)
TRANSCANADA	Principal transporteur canadien	Alberta (Calgary) Texas (Houston)
WESTCOAST	Transporteur canadien, propriétaire de compagnies de distribution canadiennes	Colombie Britannique (Vancouver)

3.1. EL PASO

3.1.1. Structure

EL PASO est une holding dont les filiales interviennent dans les activités suivantes : transport par gazoduc (intra-états et inter-états), collecte, négoce (marketing) de gaz et d'électricité et le développement d'infrastructures énergétiques partout dans le monde. Les gazoducs de la compagnie acheminent du gaz jusqu'aux quatre plus importantes zones de consommation : la côte du Golfe (Gulf Coast), le Nord-Est et le Midwest. Ce transporteur s'est intégré verticalement notamment vers la production d'électricité par d'importantes et nombreuses opérations d'acquisitions dont les plus récentes sont relevées dans le tableau suivant.

¹ Ces données sont disponibles dans le document intitulé « Les stratégies d'intégration menées dans les industries gazières en Amérique du Nord : logique industrielle ou logique financière ? » (David [2001]).

Tableau 2 Fusions et Prises de Participation d'EL PASO

Année	avec des gazoducs	avec des négociants	avec des électriciens
1996	TENNECO ENERGY INC		
1997	CAPSA (45%)		
1998	DAMPIER- BUNBURY NATURAL GAS PIPELINE PORTLAND NATURAL GAS TRANSMISSION (+1,2%) ALINTAGAS PIPELINE (30%) LEVIATHAN GAS PIPELINE PARTNERS (27.3%)		BRUSH (COLORADO) POWER PLANT (33.3%) ENFIELD ENERGY CENTRE LTD (25%) FIFE POWER (50%) KLT POWER INC
1999	SONAT LNC	ENCAP INVESTMENTS	BONNEVILLE PACIFIC CORP CE GANERATION LLC (50%) NEWARK SAY COGENERATION PLANT
2000	COASTAL CORPORATION		2 filiales de PG&E (PG&E GAS TRANSMISSION ET PG&E GAS TRANSMISSION TECO INC.)

Le Tableau 2 ci-dessus révèle qu'EL PASO a privilégié l'intégration horizontale et l'intégration verticale vers la production électrique.

En 1999, la structure du groupe peut se représenter ainsi :

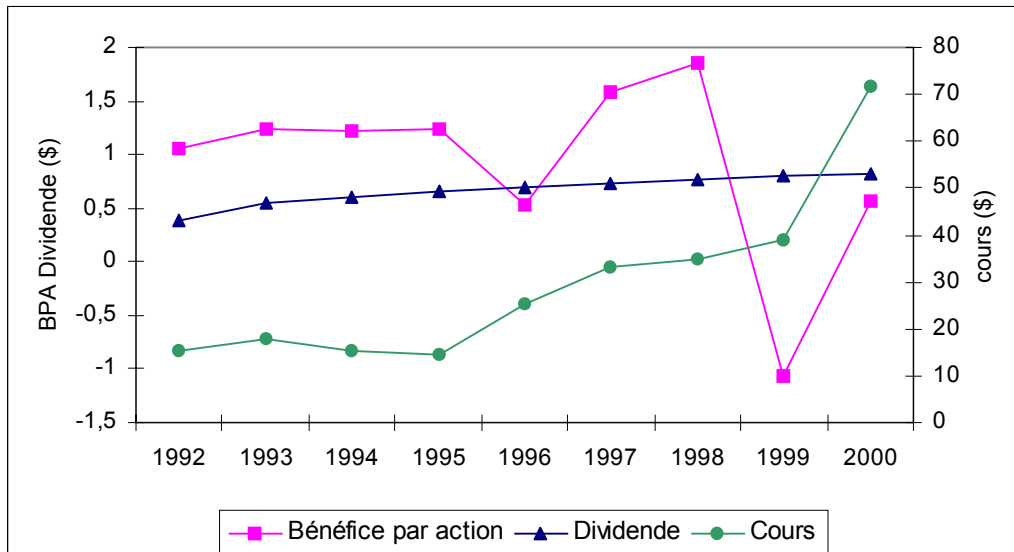
Tableau 3 Structure du groupe EL PASO

Production	Collecte, traitement et stockage	Transport	Négoce d'énergie	Télécommunications
EL PASO PRODUCTION COMPANY	EL PASO FIELD SERVICES	- COLORADO INTERSTATE GAS - EL PASO NATURAL GAS - TENNESSEE GAS PIPELINE - SOUTHERN NATURAL GAS - GTT - ANR	EL PASO MERCHANT ENERGY : - ME NORTH AMERICA - ENCAP - EP ENERGY INTERNATIONAL - EP EUROPE - ME PETROLEUM MARKETS	EL PASO GLOBAL NETWORKS

Grâce à ses différentes acquisitions dans le domaine du transport, EL PASO est le premier réseau de gazoduc américain. Sa fusion avec COASTAL en 2000 a pour objectif de lui faire atteindre la première place au niveau du négoce énergétique sur le territoire nord-américain. L'objectif est désormais de développer les activités déréglementées moins capitalistiques que le transport, principalement le négoce.

3.1.2. Performances

Figure 3 Les résultats d'EL PASO



La Figure 3 ci-dessus montre qu'en dépit d'un bénéfice par action négatif en 1999, les investisseurs ont conservé leur confiance en EL PASO puisque le cours n'a pas cessé de croître depuis 1996. Elle nous informe également que les performances de l'entreprise, ou du moins la perception qu'en ont les investisseurs, n'ont pas été affectées par le nombre important d'opérations de fusions-acquisitions menées par EL PASO. Au contraire, le cours a connu des performances nettement supérieures à celles du marché à partir de 2000 (cf. Figure 13 ci-dessous).

3.2. ENRON

3.2.1. Structure

ENRON est une compagnie qui, initialement, transporte du gaz. Son activité s'est diversifiée vers la chaîne électrique et la firme s'est intégrée verticalement de façon à être un acteur majeur dans le négoce de gaz naturel. Son développement s'oriente également vers les télécommunications. Il s'est également accompagné d'une diversification géographique puisque la firme réalise 25% de son chiffre d'affaires à l'international. Actuellement, les activités d'ENRON s'organisent autour de 4 grands pôles :

- transport et distribution de gaz et d'électricité ;
- fourniture en gros d'énergie partout dans le monde ;
- fourniture d'énergie sur le marché de détail (y compris le trading d'énergie pour les clients industriels et commerciaux) ;

- Télécommunications (réseaux à haut débit)

En 1999, ENRON a cédé ses activités dans l'exploration - production d'hydrocarbures. Elle a également revendu PGE (Portland Gas and Electric), justifiant son choix par le fait que l'expérience et la crédibilité acquise grâce à son « association » avec PGE étaient suffisantes. Il lui semble préférable de revendre cette firme afin de générer du cash-flow qui permette de développer de nouvelles activités notamment dans les télécommunications. ENRON apparaît comme un précurseur en matière de commerce électronique de l'énergie. Sa stratégie est de privilégier les réseaux et la gestion de l'information. Quelques opérations récentes de fusions sur le territoire américain sont rappelées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 4 Fusions et Prises de Participation d'ENRON

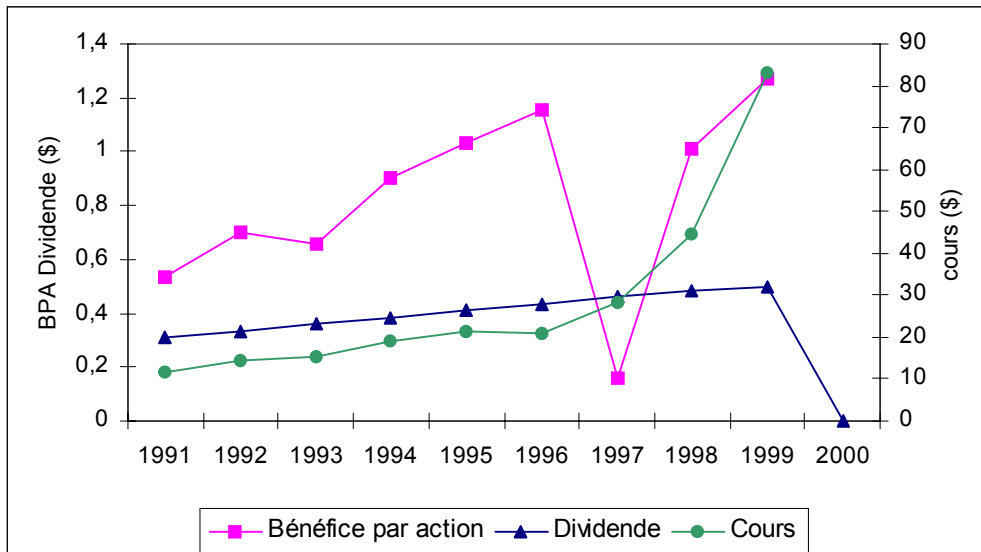
<i>Année</i>	<i>avec des gazoducs</i>	<i>avec des négociants</i>	<i>avec des électriciens</i>
1998			3 centrales thermiques à gaz dans le New Jersey ICI'S WILTON POWER PLANT
1999		COLUMBIA ENERGY SERVICES (négoce en gros d'énergie)	LAS VEGAS COGENERATION LP

La majeure partie des opérations réalisées par ENRON entre 1996 et 1999 concernent la prise de participation de firmes électriques et gazières en Amérique du Sud (PROMIGAS et TRANSPORTE DE HYDROCARBUROS en 1996, COMPANHIA ESTADUAL DE GAS DO RIO DE JANEIRO en 1997) et des compagnies de négoce

3.2.2. Performances

Les mutations incessantes (revente de PGE et cession de ses actifs en amont de la chaîne gazière) semblent avoir laissé perplexes les investisseurs jusqu'en 1998, dans la mesure où le cours a bénéficié d'une croissance modérée. Cependant, depuis 1998, le taux de croissance du cours s'est considérablement redressé. Après une chute vertigineuse en 1997, le bénéfice par action a repris sa tendance à la hausse.

Figure 4 Les résultats d'ENRON



3.3. WILLIAMS

3.3.1. Structure

WILLIAMS est une compagnie dont les actifs gaziers se situent au niveau de la production, du transport et du stockage de gaz naturel aux États-Unis. Les récentes opérations de fusions et acquisitions du groupe sont retracées dans le tableau suivant :

Tableau 5 Fusions et Prises de Participation de WILLIAMS

Année	avec des gazoducs	avec des négociants	avec des électriciens
1996	KERN RIVER GAS TRANSMISSION SYSTEM (+49,9%)		
1997			HAZELTON COGENERATION PLANT
1999	WEST TEXAS LPG PIPELINE (20%)		

Les quelques prises de participations dans lesquelles s'est lancée WILLIAMS concernent essentiellement que l'aval gazier et particulièrement le transport. Leur nombre est limité comparativement à celui constaté pour EL PASO. WILLIAMS est organisée en trois groupes d'activités : le transport, les services énergétiques et les télécommunications.

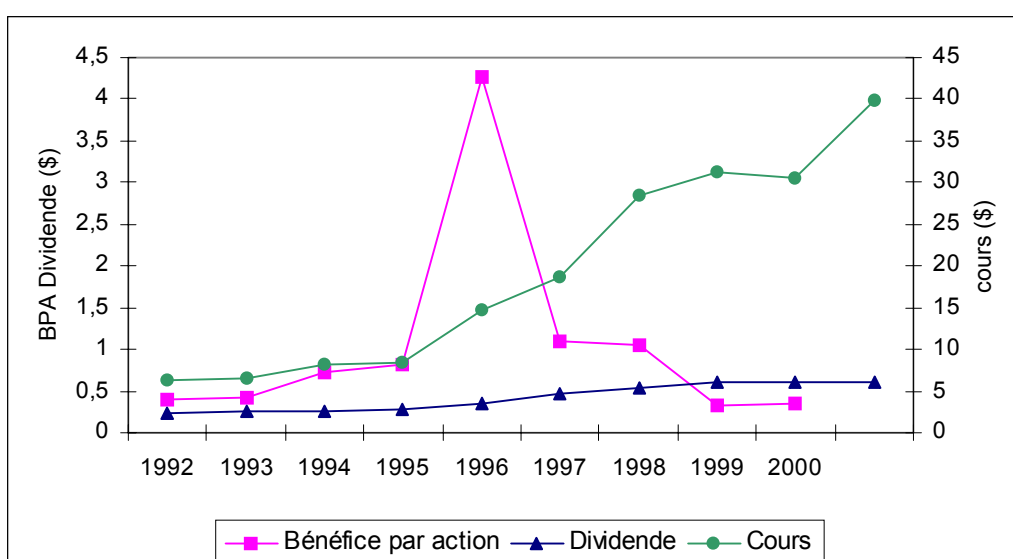
Les compagnies du groupe se présentent ainsi :

Tableau 6 Structure du groupe WILLIAMS

Transport	services énergétiques	Télécommunications
WILLIAMS GAS PIPELINES CENTRAL KERN RIVER GAS TRANSMISSION NORTHWEST PIPELINE TEXAS GAS TRANSMISSION TRANSCONTINENTAL GAS PIPE LINE	ENERGY MARKETING AND TRADING EXPLORATION AND PRODUCTION MIDSTREAM GAS AND LIQUIDS PETROLEUM SERVICES.	COMMUNICATIONS SOLUTIONS NETWORK APPLICATIONS NETWORK SERVICES.

3.3.2. Performances

Figure 5 Les résultats de WILLIAMS



A l'exception d'une brusque montée en 1996, le bénéfice par action (Figure 5) semble relativement constant, tout comme le dividende distribué par WILLIAMS. Les quelques opérations de fusions-acquisitions effectuées par le groupe n'ont pas altéré la confiance des investisseurs si l'on en juge par l'évolution du cours de l'action (Figure 5).

3.4. TRANSCANADA

3.4.1. Structure

TRANSCANADA Pipelines Limited transmet, commercialise et produit de l'énergie destinée aux consommateurs canadiens et américains. En particulier, elle transporte le gaz naturel et le pétrole brut du bassin sédimentaire de l'ouest canadien à travers son système de pipelines jusqu'aux principaux marchés énergétiques

du continent. Au niveau international, TRANSCANADA investit dans les marchés de l'énergie. Les derniers rapprochements opérés par cette compagnie d'origine canadienne sont repris dans le Tableau 7 ci-dessous.

Tableau 7 Fusions et Prises de Participation de TRANSCANADA

Année	avec des gazoducs	avec des négociants	avec des électriciens
1996	PORTLAND NATURAL GAS TRANSMISSION SYSTEM (20%) ALBERTA NATURAL GAS CO LTD		
1997			OCEAN STATE POWER (+30%)
1998	NOVA (GAZODUC CANADIEN) IROQUOIS GAS TRANSMISSION SYSTEM (+6%)		POTTER STATION POWER (50%)

Le Tableau 7 ci-dessus nous indique que TRANSCANADA a privilégié l'intégration horizontale pour organiser sa croissance. L'opération la plus importante est le rachat de NOVA le deuxième plus important gazoduc canadien. La structure actuelle de TRANSCANADA est représentée dans le Tableau 8 ci-dessous.

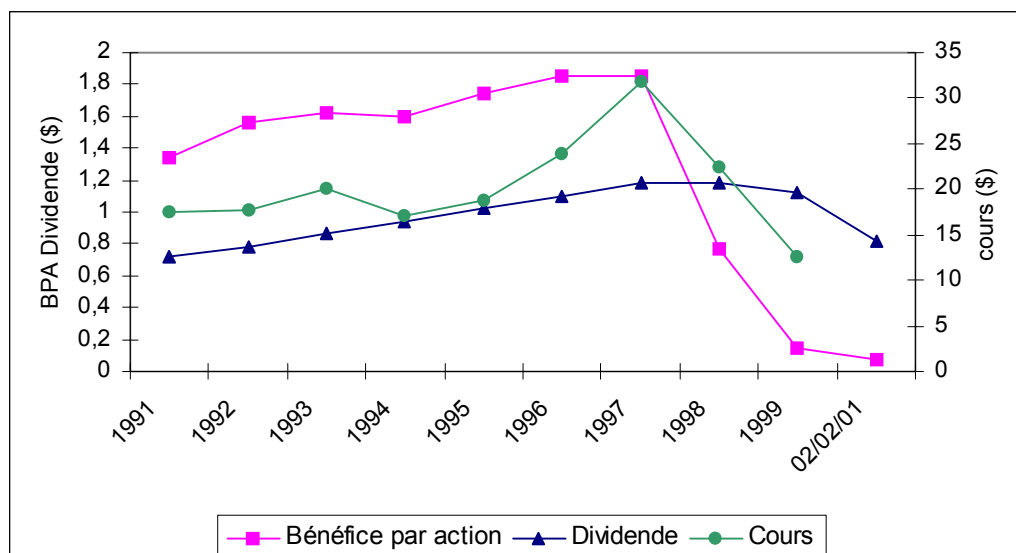
Tableau 8 Structure de TRANSCANADA (2000)

Transport	Production électrique	Négoce de gaz naturel
TRANSCANADA Pipeline (38000 km)	TRANSCANADA Power (2 centrales)	TRANSCANADA Marketing

3.4.2. Performances

Il apparaît qu'un an avant le rachat de NOVA, le titre de TRANSCANADA a connu une hausse indépendante assez marquée avant de retomber en 1999. Par la suite, la baisse du cours a été plus forte que celle du marché (cf. Figure 13 ci-dessous).

Figure 6 Les résultats de TRANSCANADA



L'acquisition de NOVA (le deuxième gazoduc canadien) ne semble pas avoir permis un redressement du résultat net par action. Cependant, les actionnaires n'ont pas été lésés par cette baisse de performance dans la mesure où le dividende est resté constant jusqu'en 1999, data à laquelle il a commencé à légèrement fléchir (Figure 6). Il n'en demeure pas moins que la confiance des investisseurs s'est effritée si l'on en juge par l'évolution du cours de l'action depuis 1997 (Figure 6) par rapport à celle du marché (cf. Figure 13 ci-dessous).

3.5. WESTCOAST

3.5.1. Structure

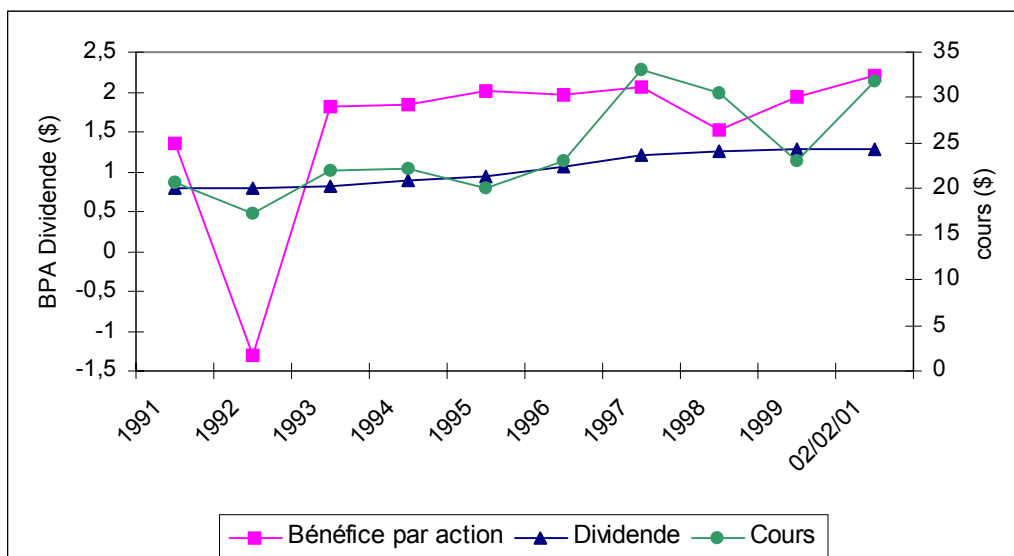
WESTCOAST Energy Inc. est un des acteurs de premier plan sur le marché canadien de l'industrie du gaz naturel. Par le jeu de ses filiales et des joint-ventures auxquelles elle participe, elle intervient au niveau de la collecte et du traitement du gaz naturel, de son transport, de sa distribution mais également dans la production d'électricité (elle possède 4 centrales et dispose de participations dans 3 autres).

Tableau 9 Fusions et Prises de Participation de WESTCOAST

Année	avec des gazoducs	avec des négociants	avec des électriciens
1998			ELK FALLS POWER PLANT (+60%)
1999	VECTOR PIPELINE PROJECT (30%)		
2000	ALLIANCE		

3.5.2. Performances

Figure 7 Les résultats de WESTCOAST

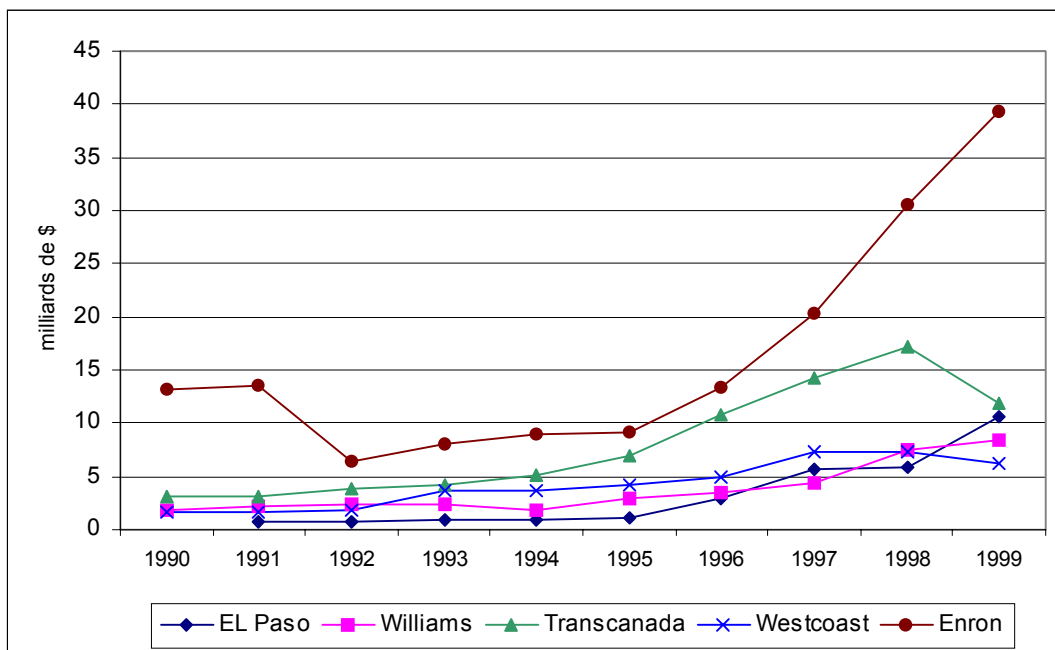


Depuis 1993, le bénéfice par action est à peu près constant, tout comme le dividende distribué aux actionnaires (Figure 7). L'évolution du cours de WESTCOAST paraît assez proche de celle de TRANSCANADA puisqu'il atteint un pic en 1998 avant de chuter jusqu'en 2000. Durant les mois qui ont précédé le rachat de VECTOR, le cours de l'action s'est élevé conformément au constat effectué par SCHERER et ROSS [1996, p.169] (cf.Figure 7).

4. Comparaison des résultats

4.1. Les indicateurs de résultats

Figure 8 Comparaison du chiffre d'affaires



Les données concernant EL PASO pour 1990 ne sont pas disponibles

Figure 9 Comparaison du résultat d'exploitation

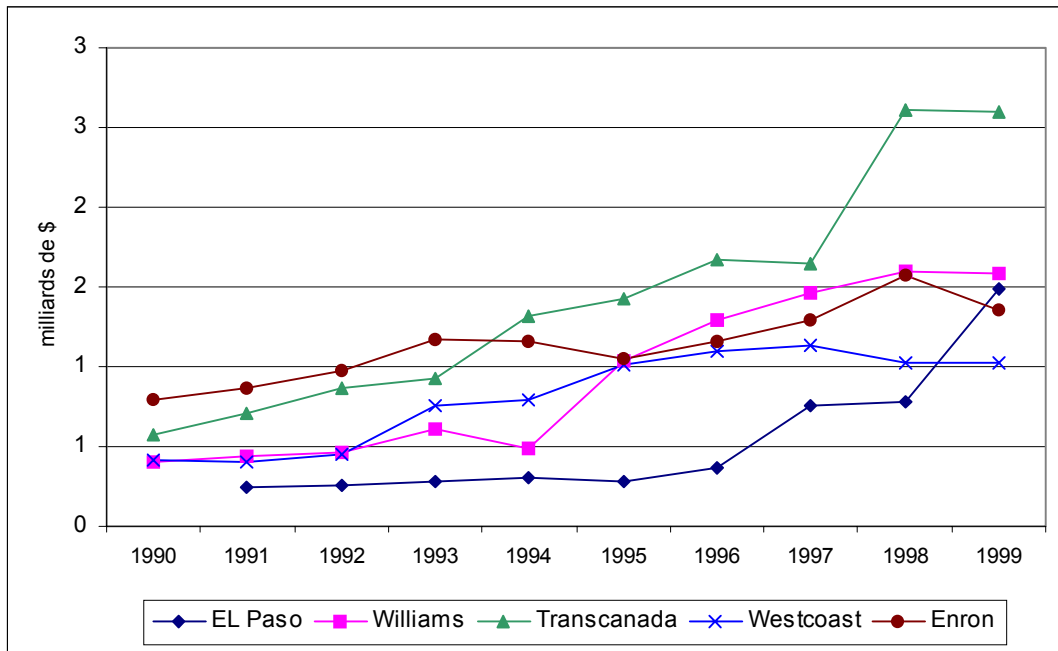
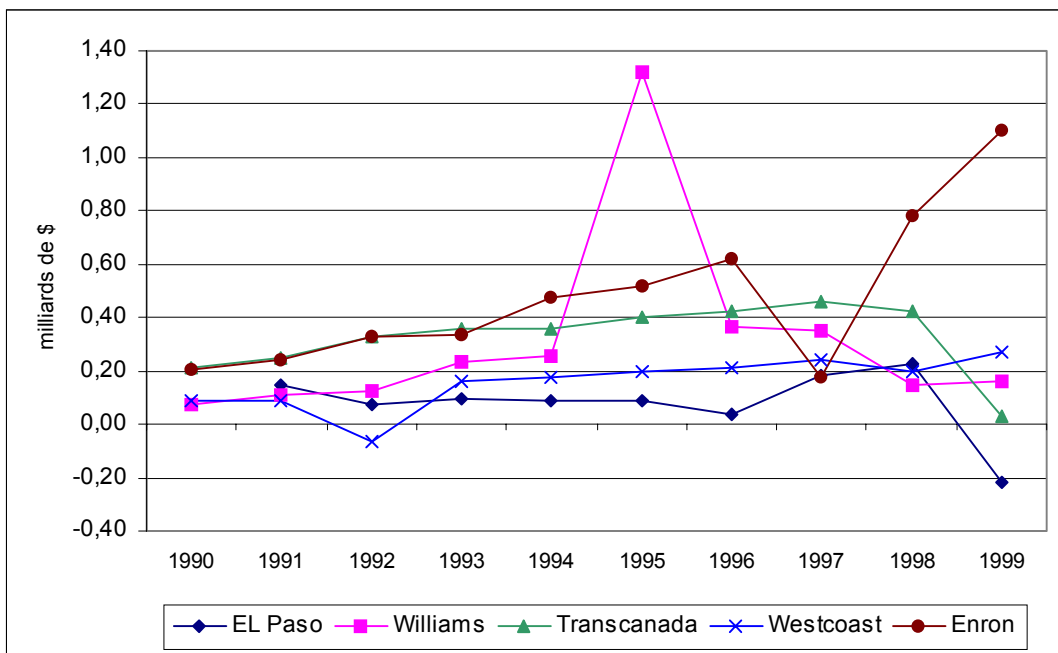


Figure 10 Comparaison du résultat net



En termes de chiffre d'affaires, la Figure 8 ci-dessous indique clairement la prépondérance d'ENRON par rapport aux autres transporteurs étudiés. Cette domination s'estompe cependant lorsqu'on envisage le résultat d'exploitation (Figure 9) puisque, dans ce cas, c'est TRANSCANADA qui domine l'échantillon, la performance d'ENRON étant comparable à celle d'EL PASO et de WILLIAMS, du moins à partir de 1995. La

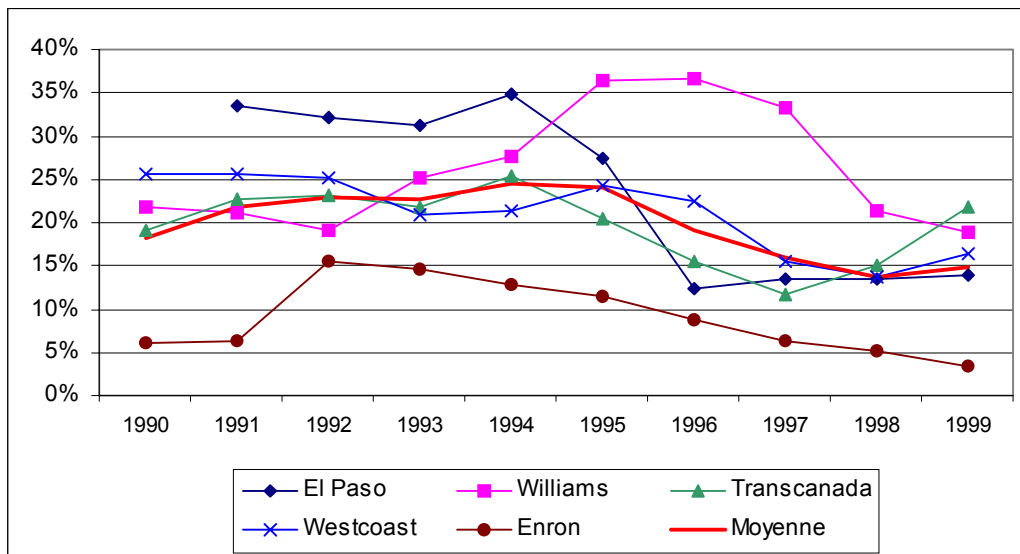
Figure 10 renvoie ENRON au premier rang de la comparaison. Ceci s'explique notamment par le poids des charges exceptionnelles et financières de TRANSCANADA relevé plus haut. En revanche, la comparaison des cinq firmes en termes de résultat net (Figure 10) conduit à un classement proche de celui issu de l'observation du chiffre d'affaires (Figure 8). ENRON domine le groupe devant TRANSCANADA tandis qu'EL PASO est en dernière position. Ces premières comparaisons ne permettent pas de conclure sur l'impact des fusions acquisitions. En effet, les deux firmes les plus actives dans ce domaine (ENRON et EL PASO) se retrouvent aux deux extrémités des classements en termes de chiffre d'affaires, résultat d'exploitation et résultat net. Une analyse comparative des taux de marge et des PER s'avère donc nécessaire.

4.2. Les ratios

4.2.1. Les taux de marge

Le taux de marge est un indicateur de l'efficacité de la firme dans la conduite de sa politique commerciale. Le taux de marge se calcule en effectuant le rapport du résultat d'exploitation au chiffre d'affaires. Le résultat d'exploitation (produit d'exploitation – charges d'exploitation) donne le surplus dégagé par la firme par son activité commerciale. Il mesure la performance industrielle et commerciale de la firme puisqu'il s'agit d'un résultat opérationnel dégagé avant la prise en compte des éléments exceptionnels, des éléments financiers et de l'impôt sur les bénéfices. En rapportant le résultat d'exploitation au chiffre d'affaires, le ratio obtenu est indicateur-clé des effets opérationnels des effets des fusions-acquisitions.

Figure 11 Comparaison du taux de marge



La comparaison des taux de marge sur la Figure 11 ci-dessus révèle une très forte disparité dans le groupe étudié. En effet, les résultats observés entre 1990 et 1999 s'étalent entre 5% et 35%. Les transporteurs

canadiens (TRANSCANADA et WESTCOAST) sont les firmes dont le taux de marge est le plus stable sur la période tout en étant marqué par une légère baisse à partir de 1995.

Un autre résultat marquant est la faiblesse relative du taux de marge d'ENRON. En effet la firme la plus active en matière de fusions-acquisitions enregistre le plus faible taux de marge sur l'ensemble de la période. Ce résultat tend à montrer que les opérations de fusion-acquisition, même si elles sont réussies, n'améliorent pas nécessairement la performance industrielle de la firme acheteuse. Il s'explique par la faiblesse du résultat d'exploitation (Figure 9) par rapport au chiffre d'affaires (Figure 8). En effet, EL PASO, qui s'est également lancée dans un nombre important de fusions-acquisitions depuis 1997 n'a pas pu enrayer la chute de son taux de marge intervenue entre 1994 et 1996. Depuis 1998, son taux de marge se situe au 2^{ème} niveau le plus faible de l'échantillon. En revanche, WILLIAMS, dont l'expansion est plus modeste, a réussi à maintenir son taux de marge au voisinage de 20%.

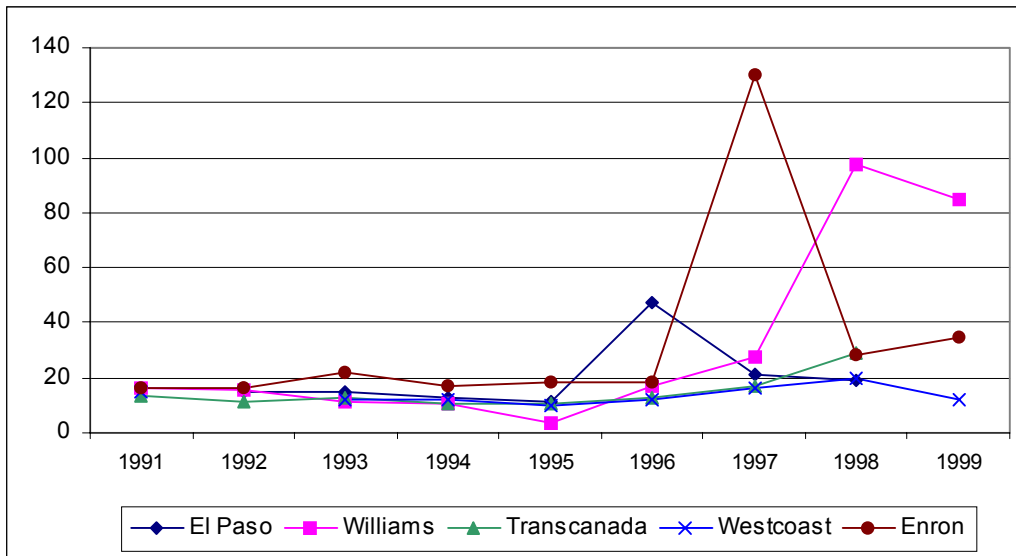
La comparaison des taux de marge semble indiquer que la croissance externe des transporteurs nord-américains n'a pas nécessairement permis d'accroître l'efficacité opérationnelle des firmes les plus actives dans ce domaine. Cependant, ces résultats ne sont évidemment pas définitifs dans la mesure où nous ne disposons pas d'un recul suffisant par rapport aux opérations de fusions-acquisitions relevées ici. En complément de l'analyse du taux de marge, la comparaison du PER des transporteurs de l'échantillon va nous permettre d'apprécier la perception du marché boursier de ces opérations de fusions-acquisitions.

4.2.2. Le PER

Le Price Earning Ratio (ou multiple de capitalisation) rapporte le bénéfice par action au cours de l'action. Les analystes financiers l'utilisent principalement pour apprécier la cherté relative d'un titre par rapport à un autre. Nous avons retenu cet indicateur afin de comparer la façon dont les titres des compagnies étudiées étaient perçues par les investisseurs.

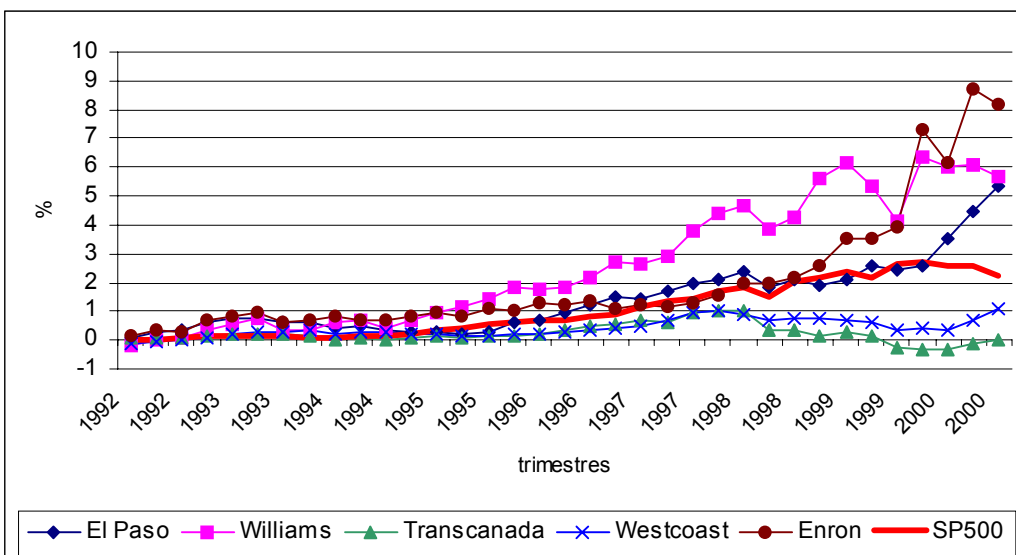
Une comparaison des PER des firmes d'un même secteur permet de classer ces dernières selon leur valorisation par le marché. Ce critère est à interpréter avec précaution dans la mesure où un PER élevé peut avoir deux significations. Premièrement, il peut signifier que la firme est surévaluée par le marché, que son cours est trop élevé par rapport à ses bénéfices et qu'en conséquence il vaut mieux s'en détourner. Deuxièmement, le PER élevé peut s'analyser comme une manifestation du potentiel de croissance de la firme tel qu'il est perçu par les investisseurs dans la mesure où le cours valorise les bénéfices anticipés plutôt que les bénéfices réalisés. En définitive, un PER élevé doit s'apprécier en fonction du potentiel de croissance de la firme.

Figure 12 Comparaison du PER



Afin de faciliter la comparaison des PER, le graphique ci-dessous indique l'évolution du rendement du cours de l'action des cinq compagnies étudiées ainsi que celui de l'indice Standard's and Poors 500 sur la même période.

Figure 13 Comparaison du rendement de l'action



Le PER de WILLIAMS, croissant depuis 1995, demeure très élevé malgré une baisse en 1999 puisqu'il se situe au-dessus de 80. Ce résultat peut s'expliquer par le poids de l'activité de cette firme dans les télécommunications (cf. Tableau 6). En effet, les activités liées aux nouvelles technologies et aux réseaux ont bénéficié d'anticipations très favorables de la part des investisseurs. En outre, la stratégie de croissance modérée

(en comparaison de celle menée par ENRON ou EL PASO) laisse probablement à penser aux investisseurs que la firme conserve un potentiel d'expansion élevé.

Le PER d'ENRON a atteint un sommet en 1997 (Figure 12) avant de retrouver un niveau plus conforme à ceux relevés pour les autres firmes de l'échantillon. L'observation de l'évolution du rendement du cours de l'action ENRON (cf. Figure 13) indique qu'en 1997, le cours de l'action n'a pas connu de hausse sensible. En revanche le bénéfice par action (cf. Figure 4) a fortement baissé cette année-là. Ceci signifie que les résultats décevants de 1997 n'ont pas eu d'impact sur la côte du titre ENRON, la confiance des investisseurs dans le potentiel de croissance de la firme restant forte. Entre 1998 et 1999, le PER reste assez élevé et en hausse.

L'évolution du PER de WESTCOAST et celle du multiple de capitalisation de TRANSCANADA apparaissent très stables. La valorisation de ces deux firmes canadiennes n'est donc pas très forte en regard de leur bénéfice actuel. Même si les fusions-acquisitions n'ont pas été très nombreuses pour ces deux firmes, il ne semble pas que le marché boursier anticipe une croissance forte. Les résultats de ces deux firmes ne sont pas surévalués par le marché.

5. Conclusions

Afin d'apprécier les conséquences des stratégies d'intégration horizontale et verticale menées au niveau du transport, nous avons étudié l'évolution des performances de cinq compagnies gazières issues du transport. Parmi les indicateurs de performances généralement utilisés, nous en avons retenu trois: le taux de marge, le rendement de l'action et le multiple de capitalisation (PER).

Parmi les transporteurs étudiés, ENRON et EL PASO apparaissent comme les plus actives en matière de fusions-acquisitions. EL PASO est aujourd'hui le premier réseau de gazoduc américain après le rachat de COASTAL en 2000. Il est difficile d'évaluer l'impact d'une opération de fusion-acquisition en particulier sur le titre d'EL PASO tant elles sont nombreuses. Le cours de l'action n'a pas cessé de croître depuis 1991 et son rendement s'est envolé en 2000 en dépit d'un taux de marge en baisse et d'un résultat net négatif en 1999 (cf. Figure 10). ENRON est dans le même cas de figure qu'EL PASO. Son taux de marge, le plus bas de l'échantillon, est en légère décroissance depuis 1992 alors que le cours de l'action et son rendement sont en très forte croissance (cf. Figure 13).

Les deux transporteurs canadiens étudiés, TRANSCANADA et WESTCOAST affichent une plus forte corrélation entre l'évolution du cours boursier et celle du taux de marge nette (cf. Figure 11 et Figure 13). Pour ces deux compagnies, le nombre d'opérations de fusions-acquisitions est nettement plus restreint que pour les deux firmes précédentes, il est donc plus aisé d'évaluer l'impact de ces opérations sur les indicateurs. Il apparaît notamment que le rendement normalisé de l'action de ces deux firmes a tendance à s'élever un an avant une opération de fusion-acquisition. Ceci peut s'expliquer par le fait que, si les opérations de fusions se sont réalisées par un échange d'actions, il est préférable pour la firme acheteuse que l'opération intervienne lorsque son action est au plus haut.

Le contraste entre les firmes canadiennes d'une part et ENRON ou EL PASO d'autre part conduit à s'interroger sur les stratégies mises en œuvre par ces dernières. En effet, la multiplication des opérations de fusion-acquisition ne leur a pas permis d'améliorer leur performance tout en bénéficiant d'une hausse continue du cours de leur action. A l'opposé, le cours des actions des transporteurs canadiens restent fortement corrélé avec les résultats de ces derniers. Dès lors, les fusions-acquisitions réalisées par ENRON et EL PASO répondent à une logique financière : en accroissant leur taille même au détriment de leur efficacité industrielle et commerciale, ces firmes voient leur action décoller.

Cependant, la logique industrielle sous-jacente aux opérations menées par les firmes dont l'activité première est le transport de gaz naturel est évidente. Les gazoducs cherchent à étendre géographiquement leur zone d'influence en rachetant d'autres gazoducs. Au niveau du négoce, l'objectif de ces mêmes firmes est d'accroître leur taille pour se soustraire à la concurrence qui caractérise cette activité. L'évolution du PER d'ENRON et d'EL PASO signifie alors que les opérations de fusions-acquisitions ont généré un fort potentiel de croissance des résultats, du moins du point de vue des investisseurs.

Le manque de recul par rapport aux opérations envisagées dans cette étude rend ces résultats fragiles. Ils mériteraient d'être consolidés par une analyse à plus long terme des performances des entreprises. Une étude économétrique sur un échantillon plus large permettrait également d'apprécier plus profondément les impacts des restructurations gazières.

6. Bibliographie

- CARLTON D.W. et PERLOFF J.M., « Economie Industrielle », 1998, De Boeck Université
- CHEVALIER J.M. (ed.), 2000, « L'économie industrielle des stratégies d'entreprises », Montchrestien
- COBBAUT R., 1997, « Théorie Financière », Economica
- DAVID L., 2001, « Les stratégies d'intégration menées dans les industries gazières en Amérique du Nord : logique industrielle ou logique financière ? », Recherche de post-doctorat, Institut Français de l'Energie (IFE) – CREDEN (Université Montpellier I)
- Mc LAUGHLIN R., MEHRAN H., 1995, « *Regulation and the market for corporate control : hostile tender offers for electric and gas utilities* », The Journal of Regulatory Economics, n°8, pp. 181-204
- MERITET S., 2000, « La convergence des industries de l'électricité et du gaz naturel : les fusions-acquisitions aux États-Unis », Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques, Université Paris IX Dauphine
- RUTLEDGE I., WRIGHT P., « Natural Companies Worldwide Competition and Performance Indicators », vol. 4 (1998) et 5 (1999),SERIS
- SCHERER F.M. et ROSS D. , 1996, « Industrial Market Structure and Market Performance », Boston, Houghton Mifflin.

Liste des figures

Figure 1 Evolution de la structure de l'industrie gazière américaine.....	3
Figure 2 Evolution de la structure d'une compagnie de gazoduc	4
Figure 3 Les résultats d'EL PASO	7
Figure 4 Les résultats d'ENRON	9
Figure 5 Les résultats de WILLIAMS.....	10
Figure 6 Les résultats de TRANSCANADA	11
Figure 7 Les résultats de WESTCOAST.....	12
Figure 8 Comparaison du chiffre d'affaires	13
Figure 9 Comparaison du résultat d'exploitation.....	14
Figure 10 Comparaison du résultat net	14
Figure 11 Comparaison du taux de marge.....	15
Figure 12 Comparaison du PER.....	17
Figure 13 Comparaison du rendement de l'action	17

Liste des tableaux

Tableau 1 Les firmes de l'échantillon étudié	5
Tableau 2 Fusions et Prises de Participation d'EL PASO	6
Tableau 3 Structure du groupe EL PASO	6
Tableau 4 Fusions et Prises de Participation d'ENRON.....	8
Tableau 5 Fusions et Prises de Participation de WILLIAMS	9
Tableau 6 Structure du groupe WILLIAMS	10
Tableau 7 Fusions et Prises de Participation de TRANSCANADA.....	11
Tableau 8 Structure de TRANSCANADA (2000).....	11
Tableau 9 Fusions et Prises de Participation de WESTCOAST	12

Table des matières

1. INTRODUCTION	1
2. EVOLUTION DU MARCHE AMERICAIN ET DES COMPAGNIES DE TRANSPORT	2
3. FIRMES ETUDIEES.....	5
3.1. EL PASO.....	5
3.1.1. <i>Structure</i>	5
3.1.2. <i>Performances</i>	7
3.2. ENRON.....	7
3.2.1. <i>Structure</i>	7
3.2.2. <i>Performances</i>	8
3.3. WILLIAMS.....	9
3.3.1. <i>Structure</i>	9
3.3.2. <i>Performances</i>	10
3.4. TRANSCANADA.....	10
3.4.1. <i>Structure</i>	10
3.4.2. <i>Performances</i>	11
3.5. WESTCOAST.....	12
3.5.1. <i>Structure</i>	12
3.5.2. <i>Performances</i>	12
4. COMPARAISON DES RESULTATS	13
4.1. LES INDICATEURS DE RESULTATS	13
4.2. LES RATIOS	15
4.2.1. <i>Les taux de marge</i>	15
4.2.2. <i>Le PER</i>	16
5. CONCLUSIONS.....	18
6. BIBLIOGRAPHIE	20