



Licenciements collectifs : réaction boursière et attitude politique

Après les cas de Renault Vilvorde en 1997 et Ford Genk en 2003, la Belgique est à nouveau secouée par une annonce de licenciements collectifs dans le secteur automobile. La décision de licencier environ 4.000 travailleurs de Volkswagen Forest a suscité une vive réaction au sein de la classe politique. A l'opposé, les marchés financiers ont salué positivement le plan de restructuration de l'entreprise allemande. S'agit-il de licenciements boursiers ? Notre objectif est d'essayer de comprendre les logiques en présence.

Nihat Aktas

Eric de Bodt

Giorgio A. Tesolin

Le 21 novembre 2006, la réunion du conseil d'entreprise de Volkswagen Forest met fin à un suspens long de plusieurs mois, sinon d'années. La rumeur n'était pas exagérée, la réalité la dépasse : le chiffre définitif reste encore à négocier, mais tourne autour des 4.000 emplois perdus sur

les quelque 5.800 personnes travaillant sur le site. C'est bien entendu la consternation chez les travailleurs. Côté politique, surprise, indignation, solidarité se succèdent. Pour leur part, les investisseurs sur les marchés boursiers saluent ce jour-là positivement, quoique timidement, le plan de restructuration de la multinationale allemande : le titre clôture la journée sur un gain de 0,57 %, alors que la plupart des concurrents (DaimlerChrysler - 0,89 %, BMW - 0,90 %, Porsche - 0,10 %, Fiat - 0,82 %, Peugeot + 0,08 %, Renault - 0,47 %), l'indice sectoriel DJ Euro Stoxx Auto (- 0,63 %) et l'indice DJ Euro Stoxx 50 (+ 0,01 %) finissent dans le rouge ou quasiment inchangés.

(voir figure 1 page 2)

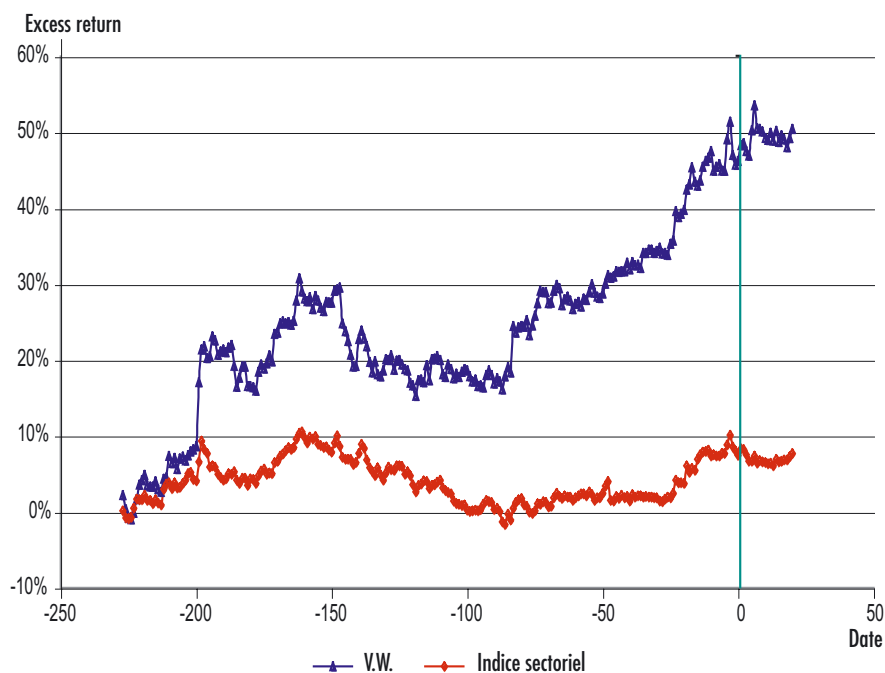
Il est utile de remettre en perspective les évolutions boursières récentes du titre Volkswagen pour mieux comprendre la réaction des investisseurs. La figure 1 indique les *excess return*¹ cumulés du titre Volkswagen et de l'indice sectoriel Dow-Jones Euro Stoxx Auto par rapport à l'indice paneuropéen Dow-Jones Euro Stoxx 50, calculés sur base des données de Datastream depuis le début de l'année 2006, la date 0 indiquant le jour du conseil d'entreprise de VW Forest du 21 novembre. Les faits marquants de 2006 apparaissent clairement :

- le 10 février (jour -200 sur le graphique), la publication des résultats 2005 de l'entreprise en forte hausse, mais en dessous des objectifs de la direction, a été accompagnée de l'annonce de nouvelles restructurations en vue d'améliorer la rentabilité. Cette amélioration serait atteinte par un accroissement de productivi-

Merci à Paul Belleflamme, Vincent Bodart et surtout Muriel Dejemepe pour leurs précieux commentaires.

¹ L'*excess return* correspond à la différence entre le rendement du titre et le rendement d'un indice de marché.

Figure 1. Performance boursière du titre VW en 2006 et de l'indice sectoriel



té des usines d'assemblage et une réduction des coûts salariaux. 20.000 emplois directs et indirects seraient visés sur les trois prochaines années. C'est le départ d'une période de sur-performance pour le titre Volkswagen par rapport aux marchés boursiers dans leur ensemble et au secteur automobile en particulier ;

- le jeudi 27 juillet (jour -83 sur le graphique), l'entreprise publie des résultats trimestriels très supérieurs aux attentes des analystes, avec une performance tirée principalement par ses mesures de réduction des coûts ;
- le 27 octobre (jour -17 sur le graphique), les résultats trimestriels sont en ligne avec les attentes des investisseurs ;
- le 8 novembre (jour -9 sur le graphique), le marché réagit négativement au changement de direction² ;
- mais les rumeurs persistantes d'une OPA de Porsche sur VW, suite à l'annonce faite le 7 novembre par Porsche de sa volonté de porter sa participation dans VW de 27,4 % à 29,9 %, se renforcent et reprennent encore vigueur le 29 novembre, alors même que Porsche viole la loi allemande, dite 'loi VW', qui empêche tout actionnaire de disposer de plus de 20 % de droits de vote ;
- dans cette mouvance, le jour du conseil d'entreprise de VW Forest, le 21 novembre, le titre maintient son cap haussier (malgré une journée boursière globalement morose), comme souligné précédemment.

Après ce rappel succinct des événements qui ont conditionné l'évolution du titre, voyons quelle lecture adopter devant une telle décision de licenciement.

² La veille, un communiqué de VW annonce que le Président et CEO du groupe, Bernd Pischetsrieder, quittera son poste le 31 décembre au profit de Martin Winterkorn, patron de la filiale Audi. Défini par les représentants des salariés comme le père des restructurations, Pischetsrieder, dont le contrat prend fin seulement en 2007, semble contesté depuis le mois de mars, selon des rumeurs. Son départ pourrait remettre en cause la restructuration du groupe, d'après de nombreux analystes, dont Citigroup Smith Barney qui dégrade sa recommandation sur le titre dès le 8 novembre au matin.

Restructuration, licenciements et création de valeur

La réaction des marchés financiers, peu commentée dans les médias, semble confirmer l'idée tant répandue d'une relation positive entre les licenciements et la valeur de marché de l'entreprise. Pareille opinion a donné naissance à l'expression "licenciements boursiers" fort médiatisée en France après l'affaire Michelin en 1999.

Dans un récent article, Capelle-Brancard et Couderc rappellent la "portée polémique et politique évidente" du concept : *"en parlant de licenciements boursiers, on oppose travail et capital, perte d'emplois pour les uns et profits boursiers pour les autres"*. De plus, l'imprécision du concept facilite son utilisation dans les situations les plus variées. Les auteurs le définissent comme *"une réduction d'effectifs subordonnée à une logique boursière ou financière, indépendante de toute nécessité économique ou industrielle"*. L'argumentation est relativement simple : en licenciant en période de bénéfice substantiel, l'entreprise envoie un signal aux marchés financiers pour leur signifier qu'elle est bien gérée dans le sens de la satisfaction maximale de ses actionnaires (Cahuc et Zylberberg, 2004). L'optique sous-jacente est cependant difficilement soutenable : elle suppose en effet que les actionnaires privilégient le court terme au détriment des fondamentaux économiques pour valoriser les entreprises, et plus généralement, que la logique financière s'oppose à la logique économique. C'est la question fondamentale de la place de la finance dans l'économie qui revient régulièrement à l'avant-plan³.

Or, le raisonnement économique qui permet de justifier la réaction positive ou négative des investisseurs à l'annonce de licenciements est celui qui prévaut pour toute décision d'investissement ou de désinvestissement. Deux types d'annonces de licenciements doivent être distingués :

- celles qui signalent aux investisseurs la situation difficile dans laquelle se trouve l'entreprise. Ces annonces conduisent à une sanction boursière (une prise en compte par les investisseurs des perspectives futures difficiles de l'entreprise) ;
- par opposition, celles qui s'inscrivent dans une stratégie de réduction des coûts de production pour s'adapter à l'évolution de l'environnement de l'entreprise. A ces annonces sont associés des flux financiers futurs positifs (les économies futures ou les revenus futurs provenant du redéploiement de l'entreprise). Ce sont, même si le terme peut choquer, des investissements à Valeur Actuelle Nette -VAN- positive, et donc créateurs de valeur.

Contrairement à l'idée reçue (ou véhiculée), les études empiriques montrent qu'en moyenne, la valeur de marché des entreprises diminue lors d'annonces de licenciements massifs par leurs dirigeants (Farber et Hallock, 2004). Le plus souvent, ce type d'annonces signale ou confirme aux investisseurs la situation difficile dans laquelle se trouve l'entreprise. 41 études empiriques, publiées entre 1990 et 2006, ont ainsi été recensées, qui portent sur près de 15.000 annonces réparties dans 14 pays. L'effet négatif de l'annonce sur la capitalisation boursière vaut globalement quel que soit le pays; toutefois, certains facteurs peuvent modifier marginalement la réaction des marchés : la sanction sera plus forte lorsque l'entreprise licencie en réponse à une baisse de la demande qui lui est adressée et semble en subir la pression; et elle sera moins forte lorsqu'elle manifeste sa volonté de réorganisation et semble anticiper la pression de l'environnement. L'effet de signal contenu dans l'annonce atténue ou accentue la réaction.

Rien ne paraît donc justifier la survie du concept de "licenciements boursiers", si

³ Les sites financiers organisent d'ailleurs de temps à autre des sondages d'opinion à ce propos; c'est le cas actuellement sur un site bien connu des milieux universitaires français.

... **Restructuration, licenciements et création de valeur**

ce n'est le sentiment d'injustice créé par l'annonce de licenciements, particulièrement dans un contexte de conjoncture favorable. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que l'annonce devient moins inacceptable aux yeux des salariés dès lors qu'à ce sentiment d'injustice vient se substituer celui de solidarité entre direction et personnel : par exemple, lorsque le PDG annonce en même temps une réduction de ses revenus ou sa démission (Billger et Hallock, 2005).

Si, de manière générale, c'est-à-dire en moyenne, les annonces de licenciements ont un effet négatif sur la valeur de marché des entreprises qui licencient, cela n'exclut nullement bien entendu l'existence d'observations qui vont dans le sens opposé. Et si c'est le cas, peut-on parler d'emblée de licenciements boursiers ? Rien n'est moins sûr : encore faut-il examiner de plus près la situation de l'entreprise. Alors, serions-nous ici avec VW Forest devant un cas de licenciements boursiers ? De prime abord, l'observateur non averti serait tenté de répondre positivement à voir l'allure prise par la courbe de la figure 1. Cependant, pour répondre avec rigueur à la question, il convient de rappeler brièvement l'évolution du groupe VW ces cinq dernières années à travers quelques chiffres significatifs (cf. Table 1).

Pour un chiffre d'affaires stable de 2001 à 2004 et en légère hausse en 2005, le résultat opérationnel et le résultat net ont connu une spectaculaire contraction en 2003 que le groupe ne parvient pas à corriger entièrement à ce jour. En ce qui concerne le personnel, l'effectif a continué de croître grevant davantage le chiffre d'affaires (CA) : son coût représentait 14,92 % du CA en 2001 et 15,37 % en 2005. Quant au résultat net par rapport au CA, il est passé de 3,3 % à 1,18 % entre 2001 et 2005. En mars 2004, le groupe a lancé le programme appelé *ForMotion* en vue d'améliorer la performance en réduisant les coûts et en optimisant les procédés de fabrication. Malgré les efforts consentis jusqu'à présent dans le cadre de son programme, l'entreprise peine à rétablir la santé qui était la sienne il y a cinq ans.

Table 1. Quelques chiffres sur VW

Source: Europafinance by Cofisem

Panel A. Principales rubriques du Compte de résultat (milliers EUR)					
	2001	2002	2003	2004	2005
Chiffre d'affaires (CA)	88 540 000	88 186 000	87 153 000	88 963 000	95 268 000
Coût des ventes	75 586 000	74 188 000	77 754 000	78 440 000	82 391 000
Frais de personnel	13 213 000	13 313 000	13 878 000	14 060 000	14 644 000
Résultat opérationnel	4 222 000	4 904 000	1 219 000	1 782 000	2 792 000
Impôts	1 483 000	1 389 000	411 000	383 000	602 000
Résultat net (RN)	2 915 000	2 584 000	1 095 000	677 000	1 120 000

Panel B. Ratios financiers					
	2001	2002	2003	2004	2005
RN/Capitaux propres	12,17%	10,52%	4,56%	2,99%	4,74%
RN/CA	3,3%	2,94%	1,28%	0,8%	1,18%
Frais de pers./CA	14,92%	15,1%	15,92%	15,8%	15,37%
Effectif	324 413	324 892	336 843	343 016	345 214

Alors même que la réaction boursière à l'annonce a été positive, la situation financière que nous venons de décrire nous montre combien il serait mal venu de qualifier de 'boursiers' les licenciements annoncés par VW, d'autant que l'Etat de Basse Saxe est le deuxième actionnaire du groupe avec une participation de 20,5 % !... Méfions-nous donc des idées préconçues et des jugements hâtifs et abordons brièvement un autre préjugé défavorable à propos des restructurations qui suivent les opérations de fusions et d'acquisitions. Cela nous éclairera sur l'impact de l'environnement de l'entreprise.

Licenciements et fusions et acquisitions

Il est une autre idée reçue qui associe licenciements et opérations de fusions et d'acquisitions. Mais à la différence des licenciements boursiers, cette association est partiellement fondée, même si, encore une fois, il n'y a pas d'évidence d'un impact négatif sur l'emploi au niveau agrégé.

Les études les plus récentes montrent en effet qu'aux Etats-Unis, les changements de propriété n'ont pas d'incidence négative sur l'emploi. Ils entraînent au contraire une légère augmentation de l'embauche, comme observé notamment dans le secteur manufacturier sur la période 1977-1987⁴.

En Europe, la situation est par contre toute différente : après fusion ou acquisition, il y a effectivement une diminution moyenne de l'ordre de 10 % du niveau d'emploi par rapport au niveau précédant immédiatement l'opération. La rigidité des marchés européens du travail serait un des éléments expliquant cette différence significative : les fusions et acquisitions constitueraient un des dispositifs utilisés par les entreprises pour ajuster leur masse salariale aux évolutions de leur environnement (ce que Shleifer et Summers (1988) avaient déjà constaté en 1988 à propos des rachats hostiles de sociétés aux Etats-Unis).

Cette parenthèse à propos des conséquences divergentes des fusions et acquisitions met en lumière l'importance de l'environnement dans lequel se meut l'entreprise. L'ampleur des restructurations observées, partout en Europe, dans le secteur automobile, nous amène, naturellement, à nous interroger à présent sur les facteurs économiques et politiques qui ont modifié l'environnement des constructeurs automobiles européens.

Evolution économique et attitude politique

La dernière décennie du 20^e siècle a connu des mutations politiques fondamentales qui ont des conséquences sur notre économie. L'effondrement du mur de Berlin et des régimes communistes d'Europe de l'Est a permis un renouvellement progressif des classes politiques de ces pays. Ce mouvement a eu une influence profonde sur la Russie, devenue terre d'accueil pour les investisseurs étrangers. Autre acteur de premier plan, la Chine s'est ouverte, durant cette même période, au libéralisme économique, affichant des taux de croissance économique faisant pâlir ceux affichés par la puissance américaine. L'Inde, dotée d'un potentiel humain considérable, a participé à ce mouvement. A l'aube des temps modernes, l'émergence de nouvelles puissances maritimes et les nouvelles découvertes avaient conduit à un déplacement des grands axes commerciaux. Aujourd'hui, nous assistons aussi à un déplacement de la demande de nos régions vers ces pays en plein essor. Ceux-ci, aux yeux de l'industrie automobile, constituent des marchés de croissance incontournables, par opposition aux marchés à maturité et de

⁴ Voir Guckin et Nguyen (2001) et Gugler et Yurtoglu (2004).

... Evolution économique et attitude politique

renouvellement qui sont les nôtres. C'est la raison pour laquelle les constructeurs automobiles européens tentent de se rapprocher de ces marchés par des accords de distributions et/ou de productions avec des acteurs locaux (le dernier accord en date de ce type étant celui entre Fiat et Tata en Inde).

Dans la foulée de l'effondrement du mur de Berlin, l'Europe a également pris la décision d'intégrer en son sein une dizaine de nouveaux pays en provenance de l'ancien bloc communiste. Cette intégration s'est produite très vite, ne laissant pas la place à l'émergence de critères sociaux minima imposés à ces nouveaux arrivants. Il s'est agit, là, d'une décision politique lourde de conséquences industrielles. Ce faisant, nos entreprises industrielles se sont vues ouvrir une porte toute naturelle à la réduction de leur coût de production, au moment même où elles faisaient face à une pression de plus en plus importante de leurs concurrents étrangers (faut-il rappeler que Toyota devrait, en 2007, devenir le premier producteur automobile mondial). Le dernier rapport économique de l'*Association des Constructeurs Européens d'Automobiles* (ACEA) confirme la légère diminution de l'emploi dans le secteur automobile de l'Europe des 15 durant les cinq dernières années et d'une progression plus rapide dans les pays d'Europe centrale et de l'Est⁵.

Face à de tels défis, l'industrie automobile européenne doit s'adapter. Dans ce domaine, la tergiversation est lourde de conséquences : quand on sait que les décisions industrielles se prennent sur un horizon de dix à quinze ans, on comprend que la lutte pour la survie ne permet pas d'attendre encore et que toute absence d'adaptation hypothèque l'avenir. Aux USA, le cas de GM est exemplaire en la matière : alors que GM assurait dans les années septante 50 % de la production industrielle automobile américaine, le dernier plan de restructuration a conduit ce géant à dimensionner son outil de production de manière à pouvoir maintenant couvrir au plus 25 % de ce marché.

Telles sont actuellement les données du problème. Le monde politique se doit à présent d'en tenir compte et d'adopter une attitude constructive en accompagnant au mieux le mouvement et en donnant des impulsions novatrices de développement.

En guise de conclusion

Plutôt que de chercher les boucs émissaires du sous-emploi en désignant les marchés financiers (au demeurant, les investisseurs qui y opèrent y représentent bien souvent nos propres intérêts, dans la mesure où ce sont nos économies qui y sont gérées) ou la mondialisation (source aussi du partage des richesses économiques entre les nations) comme responsables, ne serions-nous pas mieux inspirés en progressant plus rapidement dans l'intégration européenne et en dépassant les clivages nationaux et régionaux ? Il est certain que cela suppose de nos milieux politiques (et de ceux qui les choisissent) le courage d'un langage clair sur les causes et les conséquences des mutations économiques que nous traversons. La solidarité avec les plus faibles est un choix, sinon un devoir moral. Si elle ne s'accompagne pas d'une croissance économique permettant de la financer, elle implique un appauvrissement des plus riches en faveur des plus faibles. Ainsi, à chaque emploi transféré de nos pays d'Europe continentale vers l'Europe de l'Est ou vers les pays en voie de développement, une répartition des richesses s'effectue. Si ce mouvement ne s'accompagne pas simultanément d'une création d'emploi ou d'une augmentation de productivité chez nous, cette répartition induit une baisse de la richesse dans nos pays. Les délocalisations, tant décriées, sont l'une des

⁵ ACEA, European Union Economic Report, Bruxelles, Nov. 2006, p. 8.

... *En guise de conclusion*

faces visibles, dans nos pays, de la répartition des richesses. Cette réalité, dure certes, ne doit pas être cachée pour autant aux citoyens.

Augurons que chacun ait le courage d'assumer le projet qu'il construit sans sacrifier le long terme sur l'autel du court terme et sans rompre la solidarité européenne au profit d'intérêts locaux. Tablons sur l'abandon par le monde politique de la vision à court terme trop souvent reprochée au milieu financier afin de développer des politiques à long terme davantage cohérentes avec les contraintes et opportunités de notre temps.

Nihat Aktas est professeur de Finance à l'Université catholique de Louvain (CORE et IAG Louvain School of Management).

Eric de Bodt est professeur de Finance à l'Université catholique de Louvain (CORE et IAG Louvain School of Management) et Université de Lille 2.

Giorgio A. Tesolin est juriste et doctorant en finance à l'Université catholique de Louvain (IAG Louvain School of Management).

*Nihat Aktas
Eric de Bodt
Et Giorgio A. Tesolin*

Références

CAHUC P., ZYLBERBERG A., 2004, *Le chômage, fatalité ou nécessité ?*, Flammarion, Paris.

CAPELLE-BRANCARD G., COUDERC N., 2006, "Licenciements boursiers chez Michelin et Danone : beaucoup de bruit pour rien ?", *Revue Française d'Economie*, XXI, 2, pp. 1 à 14.

FARBER H.S., HALLOCK K.F., 2004, *The Changing Relationship Between Job Loss Announcements and Stock Prices: 1970-1999*, Princeton University and University of Illinois, Working Paper.

BILLGER S.M., HALLOCK K.F., 2005, "Mass Layoffs and CEO Turnover", *Industrial Relations*, 44(3), pp. 463-489.

Mc GUCKIN R.H., NGUYEN S.V., 2001, "The Impact of Ownership Changes : A View from Labor Markets", *The International Journal of Industrial Organization*, 19, pp. 739-762.

GUGLER K., YURTOGLU B.B., 2004, "The effects of mergers on company employment in the USA and Europe", *The International Journal of Industrial Organization*, 22, pp. 481-502.

SHLEIFER A., SUMMERS L.H., 1988, "Breach of trust in hostile takeovers", in AUERBACH A. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, Il.

Directeur de la publication :

Vincent Bodart

Rédactrice en chef :

Muriel Dejemeppe

Comité de rédaction : *Paul Belleflamme,*

Vincent Bodart, Raouf Boucekkine,

Thierry Bréchet, Muriel Dejemeppe,

Frédéric Docquier, Jean Hindriks,

François Maniquet, Vincent Vandenberghe

Secrétariat & logistique : *Anne Davister*

Graphiste : *Dominos*

Regards Économiques a le soutien financier de la Fondation Louvain
et de la Banque Nationale de Belgique.

Regards Économiques

IRES-UCL

Place Montesquieu, 3

B1348 Louvain-la-Neuve

<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>

mail: regards@ires.ucl.ac.be

tél. 010/47 34 26

