

Competition Memo : Avril 2003

Les participations minoritaires



L'acquisition d'une participation minoritaire dans le capital d'une société plutôt que d'un intérêt de contrôle pourrait au premier abord paraître anodin du point de vue de la concurrence. Cependant, la théorie économique montre que dans certaines circonstances les participations minoritaires peuvent poser des problèmes de concurrence. Jusqu'à une période récente, la politique de concurrence européenne ne s'était penchée sur la question que de façon *ad hoc* et non scientifique (comme par exemple l'approche envers les « liens structurels » dans les anciens cas de dominance collective). Cependant, la Commission a récemment montré un intérêt dans l'investigation plus approfondie des prises de contrôle partielles.¹ Cet intérêt accru pourrait entraîner un examen minutieux de ces cas sous le contrôle des concentrations, l'Article 81 et l'Article 82.² Plus récemment, la participation minoritaire détenue par Telecom Italia dans la nouvelle entité potentielle combinant Stream TV et Teletipiù en Italie a soulevé des questions quant à la concurrence future dans la fourniture de services de télévision payante.³

Cette nouvelle pratique européenne est en phase avec l'approche adoptée aux Etats-Unis. Les autorités américaines ont toujours été très intéressées par les acquisitions de participations minoritaires qui ne confèrent pas de contrôle. De nombreux cas ont fait l'objet d'enquêtes et les entreprises ont été obligées de s'engager à traiter ces participations minoritaires comme des investissements financiers purement passifs (par exemple, sans représentation au conseil d'administration) ou elles ont finalement été amenées à renoncer à la participation.

L'impact potentiel des participations minoritaires

L'intérêt accru de la Commission pour les participations minoritaires peut avoir des conséquences importantes pour les entreprises: même lorsqu'elles n'acquiescent pas de participation minoritaire de façon directe, des questions de concurrence peuvent être soulevées – par exemple lorsque la société cible dans une fusion détient à son tour une participation minoritaire dans le capital d'un concurrent (participation minoritaire d'un tiers) ou un intérêt dans une entreprise commune concurrente. Les participations minoritaires peuvent parfois comporter des éléments de réciprocité (participations minoritaires croisées), soit directement (par exemple A détient des actions de B et B de A) ou indirectement (par exemple A détient des actions de B et de C, lesquels sont des concurrents). Ce mémo met l'accent sur l'analyse des effets anticoncurrentiels potentiels causés par des participations minoritaires. Comme dans l'analyse des fusions, la distinction doit être faite entre les effets de prix unilatéraux et les effets de coordination.

Effets unilatéraux : participation, incitants et contrôle

¹ Voir par exemple, Moavero, Milanese et Winterstein, *Minority Shareholdings, Interlocking Directorship and the EEC Competition rules*, Competition Policy Newsletter, février 2002.

² *Volvo/Renault, Allianz/Dresdner et Nordbanken/Postgirot* sont des cas européens récents de fusions dans lesquels les participations minoritaires furent examinées. Au Royaume-Uni, la Competition Commission a interdit l'acquisition de Manchester United Football Club par BskyB en raison d'une variante au problème des participations minoritaires appelée « toehold ownership ».

³ Lexecon fut le conseiller économique de NewsCorp et Stream TV dans le cadre de l'acquisition de Teletipiù (Cas M.2876).

En généralisant, on peut dire que la détention d'actions d'un rival réduit les incitants de l'acquéreur à faire concurrence de manière agressive. Pour prendre un exemple simple, supposons que la firme A achète 30% d'un concurrent B. Avant l'acquisition, A n'aurait considéré une augmentation de prix que si les revenus supplémentaires générés par cette augmentation compensaient les ventes perdues en raison de l'augmentation du prix. Toutefois, après l'acquisition, l'actionnaire de A s'appropriera 100% des bénéfices de A et 30% de ceux de B : par conséquent si A augmentait ses prix de façon unilatérale et perdait des clients au profit de B, la participation compenserait une partie de cette « perte » grâce aux 30% des bénéfices de B qu'elle reçoit.

Par conséquent, en décidant d'augmenter ou non ses prix, la firme A devrait moins se préoccuper de la perte de clients au profit de B et être plus enclin à augmenter ses prix. La même logique s'applique dans des cas plus complexes, dans lesquels, par exemple, A n'est pas un concurrent direct de B, mais contrôle le concurrent C de B. Donc si A achetait une participation minoritaire dans B, les décisions de prix de C prendraient rationnellement en compte l'impact sur B.

La taille de cet effet dépend en pratique de l'importance de la participation minoritaire ; la part de marché de la « cible » ; le caractère substituable des produits de A et B (et par conséquent, l'importance de la demande qui serait attirée par B en cas d'augmentation du prix de A) ; et les coûts variables respectifs de A et de B.

Le contrôle constitue également un élément clef : les participations minoritaires ont un impact potentiellement supérieur s'ils apportent un certain degré de contrôle à l'actionnaire minoritaire. Ceci soulève la question de savoir comment quantifier les effets sur les prix pour une transaction spécifique.

La mesure des effets unilatéraux

Une approche non sophistiquée de quantification consisterait simplement à modifier les indices de concentration traditionnels. Par conséquent l'indice Herfindahl-Hirschmann (HHI) – c'est-à-dire la somme des carrés des parts de marché de tous les acteurs sur le marché – pourrait être modifiée pour refléter le fait que, pour une distribution donnée des parts de marché, le pouvoir de marché peut être supérieur avec des participations minoritaires. Puisque l'effet des participations minoritaires dépend de la distribution des droits de contrôle, l'indice différera en fonction du schéma de contrôle spécifique. Mais des indices modifiés, comme le HHI standard, ne peuvent tout au plus constituer que des instruments de « filtre ».

Il est possible d'être plus précis sur les effets unilatéraux engendrés par des participations minoritaires. Comme dans le cas de fusions complètes, les effets spécifiques d'une participation minoritaire sur les prix d'équilibre peuvent faire l'objet d'une simulation. Il est par conséquent possible de concevoir un modèle oligopolistique qui prenne en compte les intérêts partiels aux profits et de le calibrer au marché (en particulier aux parts du marché observées et aux schémas de participation et de contrôle).

Lexecon a entrepris une telle analyse dans un cas récent impliquant des participations minoritaires croisées entre parents dans une industrie de marchandises. Le modèle nous a permis d'estimer le niveau de production à l'équilibre dans la nouvelle structure de marché, après l'acquisition minoritaire proposée. En tenant compte de la redistribution possible des

quantités produites entre les unités de production aux coûts les plus élevés et celles aux coûts les plus bas contrôlées par la même société, notre modèle prédisait que la production totale de l'industrie (et par conséquent le niveau des prix) ne serait pas affectée de façon significative. Par conséquent, ces participations minoritaires ne posaient aucun problème de concurrence. Avec le même modèle, il est également possible d'estimer l'effet total des participations minoritaires (croisées) *existantes* dans un secteur (en comparant avec la situation où il n'y a aucun lien). Bien qu'il existait un réseau de participations minoritaires liant un nombre de concurrents dans l'industrie concernée, nos estimations indiquaient que l'effet total sur le niveau de production était faible. Les mêmes méthodes peuvent être appliquées à des contextes différents – par exemple lorsque les entreprises font face à des contraintes de capacité et/ou vendent des produits différenciés.

Effets coordonnés

L'impact des participations minoritaires (voire croisées) dans le capital d'un concurrent sur la coordination tacite constitue une question distincte.

Dans l'esprit de l'arrêt *Airtours* du Tribunal de Première Instance, les autorités de concurrence ne peuvent pas se contenter de souligner l'existence de tels liens et de dénoncer une convergence croissante d'intérêts ou un contact accru entre les parties. Les autorités doivent au contraire effectuer une analyse prudente et détaillée de la fonction du lien en termes d'incitants et de changement dans la structure des canaux d'information.

Il y a en principe deux possibilités. Premièrement, les liens peuvent affecter les profits des entreprises (comme dans le cas des effets unilatéraux) et modifier aussi bien les incitants à dévier d'une situation de collusion que les incitants de représailles – favorisant potentiellement la collusion. Deuxièmement, les participations minoritaires peuvent apporter des informations qui pourraient faciliter un « accord » explicite ou tacite sur une stratégie coordonnée et le contrôle de cet « accord ». Envisageons chacune de ces possibilités à leur tour.

Concernant les incitants liés aux prix, l'approche conventionnelle des autorités de concurrence tend à considérer que les prises de participation minoritaires (croisées en particulier) facilitent la collusion. Cependant la théorie économique suggère qu'il y a des effets qui contrebalancent les incitants des entreprises à « dévier » et à « punir » les concurrents qui trichent. L'effet net dépend des circonstances particulières de l'industrie – en particulier la demande et les conditions de coût ainsi que l'étendue et la nature des participations minoritaires. De plus, alors qu'une transaction qui crée des participations croisées symétriques *peut* faciliter la collusion, cela n'est pas vrai dans le cas d'une simple participation minoritaire si elle augmente l'asymétrie des participations respectives des parties. En effet, dans certaines circonstances, une augmentation de la participation détenue par A dans B pourrait effectivement rendre la collusion moins probable.

Cependant, même dans des cas de fusions conventionnelles, l'analyse de ces effets demeure difficile et controversée. En raison de la complexité supplémentaire introduite par les participations minoritaires, on peut se demander si des conclusions fermes peuvent être faites sur les incitants à la coordination dans le contexte d'acquisitions minoritaires.

Echanges d'information

Le fait que les participations minoritaires peuvent faciliter la collusion au travers des échanges d'information constitue un problème plus plausible. La viabilité d'un accord tacite entre concurrents dépend de la vitesse et de l'acuité avec lesquelles une « déviation » peut être détectée. De même, une coordination réussie demande un « accord » sur la stratégie commune à suivre par les différents participants. Le fait d'avoir une participation minoritaire dans B pourrait fournir à A des informations sur les projets de B, sur ses coûts etc. ce qu'il ne pourrait obtenir autrement. Clairement, ceci dépendra de questions telles que la représentation au conseil d'administration (ceci est la raison pour laquelle les autorités américaines ont souvent insisté sur le fait que des participations minoritaires devaient être transformées en investissements financiers passifs).

Toutefois, cet argument pourrait être poussé trop loin. Les autorités de concurrence doivent investiguer la question de l'impact réel d'une participation sur les flux d'information. En reprenant notre dernier exemple, l'acquisition par A d'un intérêt dans B, qui a son tour a une entreprise commune avec C, n'améliore pas forcément les informations que A et C ont l'un sur l'autre : par exemple, existe-t-il un canal crédible au travers duquel la participation de B dans l'entreprise commune permettrait à A d'avoir une meilleure information sur les actions de C ? Ou d'être en mesure de détecter une déviation de C de manière plus précise, par exemple en facilitant la communication entre les gestionnaires compétents ? Les informations seraient-elles fiables ? Comme dans toute analyse de la dominance collective, cette question doit être traitée avec attention.

Conclusions

En raison de l'accent mis actuellement par la Commission sur la nécessité de tenir compte des gains d'efficacité spécifiques à chaque transaction, il sera important dans toute analyse de participations minoritaires d'expliquer la logique commerciale de la transaction : qu'espère réaliser l'entreprise qui fait l'investissement ?

L'intuition selon laquelle les participations minoritaires facilitent la coordination a largement trait aux flux d'information entre concurrents. Ces mécanismes peuvent être étudiés en détail mais il serait faux de penser qu'il existe un effet bien défini sur l'efficacité du mécanisme de représailles.

En ce qui concerne les effets unilatéraux, alors que les participations minoritaires peuvent avoir des effets anticoncurrentiels, l'existence et la taille de ces effets dépendent de façon cruciale des caractéristiques précises de la participation et du niveau de contrôle qu'elle confère. La complexité de l'analyse va en augmentant lorsque l'on évolue de simples exemples à deux entreprises vers des structures plus compliquées. Ces complexités peuvent être prises en compte en spécifiant un modèle adapté aux caractéristiques de l'industrie et en estimant la direction et la taille des effets que le nouveau schéma de participations aura sur la production de l'industrie et sur ses prix. Toutefois, comme toujours, tout dépendra des caractéristiques spécifiques de l'industrie et de la transaction.

avril 2003

© CRAI International (publié initialement par Lexecon Ltd avant son acquisition par CRAI)