

TRENTE ANNÉES DE POLITIQUE FINANCIÈRE DE DANONE AU SERVICE DE SA STRATÉGIE INDUSTRIELLE

PAR DOMINIQUE JACQUET*

Professeur Paris X-Nanterre, Professeur visitant INSEAD-CEDEP

*De la première OPA lancée en 1968 par un jeune patron
nommé Antoine Riboud à la prise de pouvoir par son fils Frank en 1996,
le groupe Danone a vécu trente années
d'une histoire riche en bouleversements.
Cette spectaculaire réussite, le groupe a su la construire
par une politique financière à long terme et
par une communication en direction des marchés,
à la fois récurrente et sincère,
qui a largement contribué à sa forte crédibilité auprès des analystes
et des investisseurs. En ce sens, l'histoire
de BSN/Danone est un exemple de vision et de cohérence.*

Il est courant d'entendre les collaborateurs d'entreprise gémir contre la toute-puissance de la Direction Financière et de son bras séculier, le Contrôle de Gestion, qui inspireraient l'ensemble des décisions stratégiques et opérationnelles, au nom de la sacro-sainte *shareholders' value*, en privilégiant la rentabilité immédiate au détriment d'une vision à long terme.

Or, il est connu que bon nombre de *success stories* sont le fruit d'une stratégie industrielle bien conçue et mise en œuvre à l'aide de toutes les fonctions de l'entreprise, au premier rang desquelles figure souvent la Finance.

L'histoire du groupe Danone illustre parfaitement ce constat, en particulier la décennie 1980 qui a vu tripler le chiffre d'affaires de ce qui

s'appelait alors BSN. La stratégie financière du groupe a été dictée, pendant trente ans, par la vision industrielle de son président, Antoine Riboud, en parfaite coordination avec Christian Laubie, qu'il avait recruté chez Souchon-Neuvesel au début des années 1960 et qui est, encore aujourd'hui, directeur général de Danone en charge des Affaires Financières.

* Le présent article se fonde sur une recherche menée au CEDEP sur les liens entre crédibilité boursière et politique de financement. L'auteur tient à remercier Marc Bertonèche et Jean-Yves Léger pour leurs précieux conseils dans la poursuite de ce travail et la réalisation des cas pédagogiques issus de la recherche. Il remercie aussi Behrouz Chahid-Nourai pour ses commentaires et ajouts, notamment historiques.

Afin d'illustrer notre propos, nous examinerons les grandes décisions de financement qui ont jalonné l'histoire du groupe à partir de 1983. Nous verrons que certaines décisions ont été prises "contre" la rationalité financière orthodoxe, mais dans le but de permettre à l'entreprise de mettre en œuvre sa stratégie industrielle « pour », en définitive, le plus grand bien de ses actionnaires.

Pour permettre une lecture plus aisée de cet article financier, nous avons présenté séparément quelques éléments de théorie financière sous la forme d'« étapes », l'une consacrée à la croissance admissible, l'autre au choix entre dettes et fonds propres. Les aspects techniques sont destinés essentiellement aux financiers. Par contre, la lecture des « étapes » permet une meilleure compréhension de la dimension stratégique des décisions.

UN JEUNE GROUPE VERRIER À LA RECHERCHE DE LA MASSE CRITIQUE

En 1966, apparaît, au compartiment « Matériaux » de la Bourse de Paris, un nouveau groupe issu de la fusion des Glaces de Bousois, fabricant de verre plat, et de Souchon-Neuvesel, ensemble de sociétés en participation de la région lyonnaise, fédérées par Antoine Riboud, alors âgé de 45 ans, qui prend la direction de Bousois Souchon-Neuvesel. Chaque société est numéro deux en France et doit combattre un ennemi commun, Saint-Gobain. L'union étant censée faire la force, l'alliance est naturelle.

Deux ans plus tard, BSN lance une offre publique d'échange contre Saint-Gobain qui se solde par un échec, mais fait entrer Antoine Riboud dans l'histoire financière française par la nouveauté de l'opération.

La rationalité de l'opération était évidente : rester numéro deux en France, alors que l'Europe était en train de se construire et que la mondialisation des marchés devenait inéluctable, représentait un risque considérable dans des métiers à coûts fixes élevés, à très forte intensité capitaliste et à cycles très prononcés. De nombreuses raisons furent évoquées pour expliquer l'échec. Sans nous prononcer sur leur validité respective, citons :

- en échange d'actions Saint-Gobain, BSN proposait des obligations convertibles en actions BSN, instrument fort peu connu, à cette époque, en France ; Arnaud de Vogüe dira, à la télévision, que BSN paie en « monnaie de singe » ;
- BSN était un groupe récent, qui n'avait pas « fait ses preuves » et qui payait l'acquisition avec ses propres titres et non pas, de manière plus rassurante, en cash ;

- les acquisitions inamicales n'étaient pas encore entrées dans les mœurs parisiennes ;
- David n'a jamais vaincu Goliath qu'une fois, et encore, il y a bien longtemps ;
- un Lyonnais à l'assaut d'une forteresse de l'establishement parisien : quelle audace !
- Marcel Bleustein-Blanchet, avec Publicis, monte la première grande campagne de communication et imagine le week-end « portes ouvertes » pendant lequel les actionnaires de Saint-Gobain vont visiter « leurs » usines, qui leur appartiennent depuis Colbert.

Quelle qu'en ait été la cause, BSN se voit alors condamné à conserver cette place dangereuse de numéro deux français du verre. Son président prend alors une double décision :

- continuer à rechercher la masse critique en Europe, hors France, par acquisitions successives ;
- diversifier le groupe dans un nouveau domaine, l'agro-alimentaire, moins cyclique et à plus faible intensité capitaliste.

Cette dernière décision conduit BSN à adopter une stratégie conglomérale, dont le principe général est aujourd'hui critiqué (« recentrons-nous sur nos métiers de base »), mais qui a fait la croissance et le succès financier du groupe.

En 1968, BSN lance une offre publique d'échange contre Saint-Gobain qui se solde par un échec, mais fait entrer Antoine Riboud dans l'histoire financière française par la nouveauté de l'opération.



Ainsi, BSN devient un acteur important du verre plat en Allemagne, par l'acquisition de Detag et de Delog qui fusionneront avec Dahlbusch pour constituer Flachglas, et numéro un en Belgique avec Glaverbel. Cette politique d'acquisition consomme des capitaux qui s'ajoutent à des investissements industriels considérables requis par la reconversion de l'outil de production.

En effet, la technologie de production du verre plat a été révolutionnée par la découverte du *float* par Pilkington : en faisant couler du verre liquide sur un bain d'étain en fusion et en le faisant avancer régulièrement de sorte qu'il se refroidisse progressivement en chemin et qu'il ne reste plus qu'à le débiter, on produit un verre d'excellente qualité (bonne planéité, très peu de bulles) à un coût inférieur de 30 à 40 %. BSN, comme tous ses concurrents, doit reconvertir tout son outil de fabrication pour ajuster sa qualité et ses coûts de revient et donc fermer des sites de production pour construire des unités de production qui coûtent environ 150 millions de francs de la fin des années soixante pour produire 500 tonnes par jour.

Dans le même temps, la diversification agro-alimentaire est menée à bon train.

LA NAISSANCE D'UN GROUPE ALIMENTAIRE

En 1970, BSN prend le contrôle des Brasseries Kronenbourg, de la Société Européenne de Brasseries, de la Société des Eaux d'Evian et de Bébé Confort. Le groupe devient le premier brasseur de France et leader dans l'eau minérale et l'alimentation pour bébés. Pour consolider sa position concurrentielle face à Heineken, BSN lance Kanterbrau et construit, en France, une situation dominante et profitable.

La branche « Produits Secs » acquiert Diépál en 1971, mais l'année 1973 est probablement la plus importante de la diversification. En premier lieu, en entrant dans le capital de Font Vella, BSN s'ouvre une porte dans le marché de l'Europe du Sud.

Mais, surtout, BSN fusionne avec Gervais-Danone, leader français de l'agro-alimentaire, numéro un dans les marchés du yoghourt, du fromage frais, des desserts et des pâtes (Panzani). Boussois Souchon-Neuvesel, qui s'appelle désormais BSN-Gervais Danone, est transféré dans le compartiment Industries Agro-Alimentaires de la Bourse de Paris et réalise, pour la première fois dans son histoire, plus de 50 % de son chiffre d'affaires dans ce secteur.

La stratégie de diversification est, donc, mise en œuvre avec succès jusqu'en 1973, mais le groupe va connaître, à partir de l'année suivante, sept années de vaches maigres.

DE 1974 À 1981, DES ANNÉES DIFFICILES

Le premier choc pétrolier va avoir un impact majeur sur l'avenir de la société. En 1973, la branche verre plat générait un chiffre d'affaires de 3,1 milliards de francs pour un résultat net de 48 millions de francs et un *cash flow* de 313 millions de francs.

La crise qui marque la fin des « trente glorieuses » touche particulièrement le bâtiment et l'automobile, donc les débouchés principaux du verre plat, alors que la branche est en pleine restructuration. De plus, le gouvernement français, dans le but de combattre l'inflation, impose une limitation des prix qui lamine les marges des fabricants. De 1973 à 1975, le personnel de la branche décroît de 6 000 employés, passant de 32 600 à 26 700, suite à la fermeture de quatorze fours traditionnels ; le chiffre d'affaires est réduit à 2,7 milliards de francs et les résultats net et *cash flow* passent tous deux dans le rouge, négatifs, respectivement, de 233 et 182 millions de francs.

La situation semble s'améliorer en 1976. Les ventes remontent à 3,6 milliards de francs et génèrent un *cash flow* positif de 86 millions de francs, bien loin de financer les 353 millions de francs d'investissements industriels. Le nombre total de fours traditionnels a été réduit de vingt-trois à huit en trois ans, remplacés par seulement cinq *floats*. Malheureusement, 1977 ne confirme pas les bons résultats de 1976 et, si l'activité allemande est profitable, les sociétés françaises sont lourdement déficitaires.

L'effort d'investissement se poursuit et, en 1979, l'activité est presque à l'équilibre pour un chiffre d'affaires de 5 milliards de francs. Le *cash flow* atteint le montant appréciable de 265 millions de francs, pour des investissements qui restent à un niveau élevé, 670 millions de francs. L'outil de production est maintenant modernisé et n'emploie plus que 21 000 personnes, soit environ 12 000 de moins qu'en 1973, travaillant sur sept *floats*.

Il est difficile de dater précisément la décision de vendre l'activité verre plat. La mise en œuvre du désinvestissement débute en 1980 avec la cession de Dahlbusch/Flachglas à Pilkington, l'inventeur du procédé du *float*. Glaverbel est vendu en 1981 à Asahi Glas. La même année, Boussois,

qui regroupe les activités françaises et italiennes, est acheté par le groupe américain PPG, le transfert n'étant effectif qu'en avril 1982. Le groupe conserve l'activité verre creux, c'est-à-dire l'emballage, à savoir Souchon-Neuvesel, mais s'est totalement retiré du verre plat.

De 1974 à 1981, la branche verre plat, le phare du groupe en 1966, aura généré un *cash flow* cumulé de 1,5 milliards de francs mais consommé 3 milliards d'investissements, d'où un besoin net de financement externe de 1,5 milliards de francs, et aura perdu le tiers de ses effectifs ; elle aura été la cause de l'unique perte de l'histoire du groupe, en 1975.

La trajectoire boursière de BSN reflétait parfaitement la médiocrité des résultats et rendait impossible toute émission d'actions pour financer les investissements.

Si, aujourd'hui, Danone a une valeur boursière de près de 80 milliards de francs, sa capitalisation représentait 2 milliards de francs en 1979 et 860 millions en 1977 ! L'intégralité du financement a donc été assurée par la dette financière qui, en 1979, s'élevait à 3,5 milliards de francs, légèrement supérieure aux fonds propres en valeur comptable et pratiquement double de la capitalisation boursière.

Le financement a été assuré principalement par la dette bancaire, à l'exception d'une émission obligataire classique de 300 millions de francs émise en février 1975 aux conditions du marché et à l'émission d'une obligation convertible en actions BSN, réalisée en septembre 1977 pour un montant de 400 millions de francs. Il s'agit là d'une obligation convertible en actions, mais dont le coupon est exactement égal au taux de rendement d'une obligation ordinaire : l'option de conversion est donc « donnée » en vue de faciliter la commercialisation de l'obligation qui pourrait s'avérer difficile sans ce « cadeau » complémentaire.

En conclusion, au moment de l'émission, en 1977, BSN ne se porte pas bien et sa crédibilité boursière est encore très faible.

Au début de 1983, la physionomie du groupe a bien changé. Il est complètement désengagé du verre plat. Après désinvestissement, son ratio d'endettement est redescendu à moins de 0,3 (l'endettement financier net représente moins de 30 % des fonds propres) après avoir dépassé 1,0 en 1979. BSN est désormais un groupe à dominante alimentaire qui peut, maintenant, se lancer pleinement dans une stratégie de croissance externe et qui va avoir besoin de capitaux pour financer cette croissance.

Le groupe se retrouve face au marché et lève des fonds en janvier 1983. Pour simplifier, BSN peut envisager trois types de financement : la dette financière classique, l'émission d'actions par augmentation de capital en numéraire ou l'émission de titres qualifiés d'« hybrides » (mi-dettes, mi-fonds propres) comme les obligations convertibles.

La technologie de production du verre plat a été révolutionnée par la découverte du float, par Pilkington, qui produit un verre d'excellente qualité à un coût inférieur de 30 à 40%.

Examinons, maintenant, les rationalités financière et stratégique de l'appel au marché de 1983.

1983 : DE RETOUR SUR LE MARCHÉ POUR FINANCER LA CROISSANCE

En 1982, BSN a généré un chiffre d'affaires de 22 milliards de francs, en croissance de 14 % par rapport à l'année précédente. A structure comparable et taux de change constants, la progression aurait été de près de 20 % soit 8 % en termes réels. Complètement désengagé du verre plat, BSN est libre de poursuivre sa croissance externe à un rythme soutenu, mais va nécessairement avoir besoin de fonds externes pour financer sa croissance. Pour bien comprendre ce dernier point et toutes ses conséquences en termes de politique financière, nous devons faire une première étape de théorie financière.

Théorie financière Étape I : la croissance admissible

Il s'agit là d'un concept central de politique financière.

La croissance admissible est le taux de croissance maximal des capitaux engagés qu'une entreprise peut supporter sans détériorer sa structure financière et sans faire appel à ses actionnaires.

Par capitaux engagés, nous entendons l'actif économique, l'outil industriel, en un mot les immobilisations auxquelles est ajouté l'investissement net d'exploitation, en particulier les stocks et les comptes clients, appelé «Besoin en fonds de roulement».

«Sans détériorer sa structure financière» signifie «sans augmenter le ratio d'endettement», appelé aussi levier financier, c'est-à-dire le rapport dettes financières / fonds propres.

Prenons un exemple.

Soit une société dont l'actif économique représente 100 en début d'année, financé à hauteur de 60 par les fonds propres, le solde de la dette financière, égal à 40 : le ratio d'endettement est égal à 40/60, soit 67 %. Supposons que, pendant l'année, l'actif économique a progressé de 10 %, l'entreprise a dégagé un résultat net de 9 et a distribué un tiers de ce résultat à ses actionnaires. En fin d'année, l'actif économique représente 110 et les fonds propres 66. En effet, ces

derniers ont progressé de la mise en réserves, c'est-à-dire le résultat net diminué du dividende, donc 9 moins un tiers de 9, soit 6.

La dette financière finance le solde, soit 110 d'actif économique moins 66 de fonds propres, et s'élève à 44. Le ratio d'endettement, qui représentait 40/60 au début d'année, est resté stable car il s'élève à 44/66 en fin d'année.

En conclusion, l'actif économique a progressé de 10 %, ainsi que les fonds propres et la dette financière dont les parts respectives n'ont donc pas évolué, alors que les premiers n'ont augmenté que par mise en réserves d'une partie du résultat net, sans augmentation de capital, c'est-à-dire sans faire appel à un investissement complémentaire des actionnaires.

Si l'accroissement de l'actif économique avait été supérieur à 10 %, par exemple 15 %, la structure financière se serait dégradée.

En effet, en fin d'année, l'actif économique aurait représenté 115, financé à hauteur de 66 par les fonds propres et 49 par la dette financière : le ratio d'endettement aurait progressé à 49/66, supérieur aux 67 % de début d'année.

La formule de calcul de la croissance admissible est simple et riche d'enseignements. Nous avons vu que la croissance de l'actif économique est « limitée » à la croissance autonome des fonds propres, c'est-à-dire à la mise en réserves, soit le résultat net diminué du dividende. Le taux de croissance autonome des fonds propres est égal à la mise en réserves divisée par les fonds propres de début d'année, soit :

$$(RN - DIV) / FP$$

où :

RN = résultat net

DIV = dividende

FP = fonds propres de début d'année

La politique de dividende de l'entreprise est caractérisée par le taux de distribution, c'est-à-dire la proportion du résultat net versée en dividende aux actionnaires. Notons d ce ratio. Le dividende est égal à d fois le résultat net, ce qui modifie comme suit notre formule de croissance des fonds propres :

$$(RN - d \times RN) / FP$$

soit :

$$RN \times (1 - d) / FP$$

Le ratio RN / FP mesure la rentabilité financière, c'est-à-dire la rentabilité (comptable) instantanée pour les actionnaires. Elle est notée Rfp. La formule de la croissance admissible est,

donc :

$$G_s = R_{fp} \times (1 - d)$$

La notation G_s est souvent employée ; elle est la traduction de l'expression anglo-saxonne *sustainable growth* pour croissance admissible.

Reprenons l'exemple développé plus haut.

La rentabilité financière est égale à 15 % (= 9 / 60). Un tiers de cette rentabilité sert à verser un dividende.

Les deux tiers sont mis en réserves, soit 10 % des fonds propres. Ces derniers croissant de manière autonome au taux de 10 %, si l'actif économique croît au même taux de 10 %, alors les trois composantes du bilan, actif économique, dette financière et fonds propres connaîtront une croissance homothétique et le rapport entre dette et fonds propres restera constant.

Si la croissance annuelle de l'actif économique est de 15 %, la société peut soit supprimer le dividende (si $d = 0$, alors $G_s = 15 \% = R_{fp}$), soit laisser se détériorer la structure d'endettement, soit augmenter son capital, soit toute combinaison des trois actions précédentes.

Si la croissance est supérieure à 15 %, elle ne dispose plus que d'une alternative : procéder à une augmentation de capital ou accroître le ratio d'endettement.

Ainsi, la rentabilité financière joue un rôle central dans le concept de croissance admissible. Souvent présentée comme la rémunération de l'actionnaire, elle constitue aussi le taux maximum de croissance que l'entreprise peut supporter sans émettre en permanence de nouvelles actions, donc sans générer un risque de dilution et de prise de contrôle.

Améliorer la rentabilité financière, c'est donc, tout d'abord, accroître la satisfaction des actionnaires et la valeur actionnariale, ce qui est en soi un objectif louable. Mais, c'est aussi permettre à l'entreprise de croître davantage, parfois pour le plus grand bien de ses employés, présents et futurs.

Reprenons le cours de l'histoire

En 1982, BSN souhaite se donner les moyens de croître à un taux élevé. Prenons pour hypothèse une croissance annuelle de l'actif économique de 20 % à 25 % pendant les 5 ans à venir.

Afin de décider de la politique de financement, il est nécessaire, tout d'abord, d'estimer l'évolution de la structure financière sur la période considérée en n'utilisant que la dette comme financement externe. Nous prendrons pour hypothèses :
- la stabilité de la rentabilité commerciale à 3 % du chiffre d'affaires ;

- le maintien de la politique de distribution, à savoir 20 % du résultat net ;

- la stabilité de l'intensité capitalistique : 1 franc d'actif économique génère environ 3 à 3,5 francs de chiffre d'affaires.

Suivant le taux de croissance et l'intensité capitalistique choisis, le bilan prévisionnel moyen à cinq ans se présente comme suit, en milliards de F :

Actif économique	17
Fonds propres	10
Dette financière	7

Le ratio d'endettement s'est dégradé, car il s'élève, suivant la prévision, à 0,7 alors qu'il n'était que de 0,3 fin 1982. L'accroissement du ratio d'endettement est logique car le taux de croissance choisi est largement supérieur à la rentabilité financière du groupe, qui était alors proche de 13 % (cf. "Croissance admissible").

La question fondamentale est : le groupe BSN peut-il supporter un tel niveau d'endettement ? Pour répondre à cette question, il faut déterminer, d'une part, si le banquier accepterait de financer le groupe jusqu'à un tel niveau d'endettement, d'autre part, si cet endettement est bénéfique au groupe et à ses actionnaires.

A la première question, la réponse est positive. Dans son métier, le banquier prend le risque de faillite : une entreprise est défaillante si elle n'est pas capable de faire face à ses engagements financiers. Pour le banquier, cela se traduit par le fait que le résultat d'exploitation ne permet pas en longue période de payer les charges financières. Une entreprise aura, donc, une capacité d'endettement élevée si son résultat d'exploitation est élevé et son risque d'exploitation faible, et réciproquement.

Sans ennuyer le lecteur avec des calculs fastidieux, nous indiquons simplement le résultat important d'un calcul de rentabilité : à niveau de taux d'intérêts constant (hypothèse pessimiste au début des années 1980, période de baisse des taux), BSN ne sera pas en mesure de faire face à ses frais financiers si la rentabilité des capitaux investis est divisée par 4, passant de 24 % en 1982 à 6 %.

Cette hypothèse est hautement improbable, car le groupe est maintenant à dominante agro-alimentaire, secteur rentable et, surtout, stable et peu risqué ; de plus, sa rentabilité d'exploitation est stable et élevée, et a augmenté tous les ans de 15 % en 1978 à près de 24 % en 1982. En conclusion, BSN a la capacité financière de financer sa croissance par endettement.

Deuxième question : le financement par dette financière est-il « bon » pour l'actionnaire ? Là encore, la réponse est positive et trouve son explication dans un grand classique de la finance, l'effet de levier. Ce dernier nous apprend que la



L'ÉPREUVE DES FAITS

rentabilité financière d'une entreprise est une fonction croissante de son ratio d'endettement, si la rentabilité des capitaux engagés est supérieure au taux d'intérêts de la dette financière, et décroissante dans le cas inverse. La formule de l'effet de levier s'écrit comme suit :

$$R_{fp} = R_{ce} \times (1-t) + (R_{ce}-I_d) \times (1-t) \times D / FP$$

formule dans laquelle :

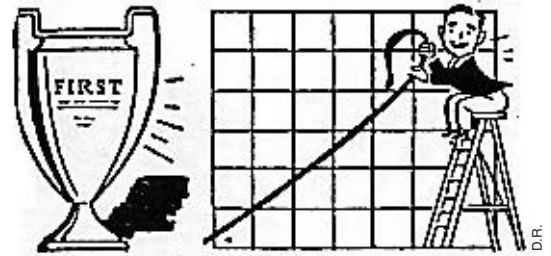
- R_{fp}** = rentabilité financière
- R_{ce}** = rentabilité économique, rentabilité des capitaux engagés (investis)
- I_d** = taux d'intérêt de la dette financière
- t** = taux d'impôt sur les sociétés
- D** = dette financière nette
- FP** = fonds propres investis par les actionnaires.

Cette formule, d'un abord un peu compliqué, montre que la rentabilité financière est la somme de la rentabilité industrielle nette d'impôts ($R_{ce} \times (1-t)$) et d'un second terme, appelé « effet de levier », qui dépend de la structure financière de l'entreprise, c'est-à-dire de l'équilibre entre dette et fonds propres.

Si le ratio D/FP augmente, la rentabilité financière sera modifiée, à la hausse ou à la baisse, suivant le signe du facteur placé devant le ratio d'endettement. Ce facteur est la multiplication de $(1-t)$ par la différence entre rentabilité industrielle et les taux d'intérêts ($R_{ce}-I_d$). Il faut souhaiter que le terme $(1-t)$ soit positif, c'est-à-dire que les bénéfices réalisés par les entreprises soient imposés à un taux inférieur à 100 % ! Donc, tout repose sur $R_{ce} - I_d$.

Trois situations sont envisageables :

- si R_{ce} est inférieur à I_d , alors chaque franc investi dans l'outil industriel et financé par de la dette générera une perte égale à la différence des rentabilités au détriment de la rentabilité financière ;
- si R_{ce} est légèrement supérieur à I_d , certes chaque franc investi dans l'outil industriel et finan-



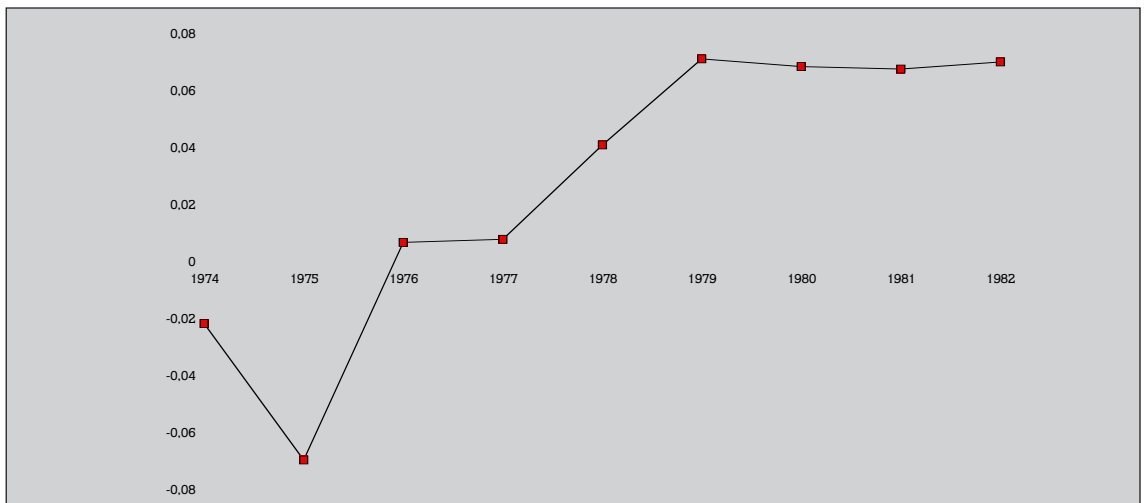
cé par la dette générera un profit pour les actionnaires, mais celui-ci sera bien faible en comparaison du risque additionnel que fera porter cette dette à l'entreprise et à ses actionnaires ;

- si R_{ce} est largement supérieur à I_d , alors une faible augmentation du ratio d'endettement, et donc du risque, aura un effet (de levier) très positif sur la rentabilité financière, pour le plus grand bien de la firme. L'effet de levier n'est donc bénéfique aux actionnaires que si la rentabilité industrielle est largement supérieure au taux d'intérêt de la dette.

Qu'en est-il pour BSN en 1982 ? **Le graphique ci-dessous** décrit la différence entre rentabilité industrielle et taux d'intérêt de la dette entre 1974 et 1982. Il montre que la rentabilité industrielle a connu une période difficile, déjà évoquée, entre 1974 et 1977. L'année 1978 traduit le renouveau de cette rentabilité et, de 1979 à 1982, soit pendant quatre ans, BSN a généré un sur-rendement de l'outil industriel ($R_{ce} - I_d$) élevé et stable, égal à 7 %.

Un accroissement de la dette financière dans le bilan de BSN aurait, donc, un effet largement positif sur sa rentabilité financière, pour une augmentation modérée et largement supportable de son risque. En outre, BSN se lance dans une stratégie de forte croissance et toute augmentation de sa rentabilité financière aura un impact favorable sur sa capacité à croître (cf. «La croissance admissible») et réduira la dilution et le risque de perte de contrôle pour les actionnaires existants. La réponse à la seconde question relative aux bienfaits

Graphique I
R_{ce}-I_d



de la dette est donc évidente : financer la croissance externe par de la dette financière est bénéfique au groupe et à ses actionnaires.

Nous avons infligé au lecteur ce long développement financier pour tenter de le convaincre que, du pur point de vue financier, la « bonne » décision, en 1983, est de financer la stratégie de croissance externe par la dette financière.

BSN, pour un ensemble de raisons que nous allons évoquer, décidera de ne pas avoir recours à la dette, privilégiant une approche industrielle à une rationalité purement financière. Mais, avant de développer cette approche, nous allons suggérer au lecteur une seconde (et dernière !) étape de théorie financière, consacrée au choix du mode de financement.

Théorie financière

Étape 2 : le choix entre dette financière et fonds propres

Ce choix constitue une décision fondamentale et relève des directions générale et financière. Il est dicté par un certain nombre de considérations, parfois antagonistes, dont nous allons exposer les plus pertinentes pour notre démonstration.

Tout d'abord, il faut rappeler que les ressources financières, dettes et fonds propres, ont un coût ; ceci signifie que les investisseurs, actionnaires et banquiers, attendent un retour sur leurs investissements respectifs, et que ce rendement doit être à la hauteur du risque qu'ils ont accepté de prendre. Ainsi, les banquiers ne prennent qu'un risque de faillite et exigeront une prime de risque par rapport au rendement du titre le moins risqué, supposé être l'obligation d'État à long terme. Les actionnaires prennent un risque de patrimoine et voient la rentabilité annuelle de leur investissement suivre les chemins chaotiques de la bourse et représenter, par exemple, + 27 % en 1989 et - 24 % en 1990.

Même si l'histoire financière récente est riche en désastres bancaires, une action est intrinsèquement beaucoup plus risquée qu'un crédit. L'actionnaire exige, donc, dans le long terme, un rendement sensiblement plus élevé que celui que génèrent les obligations du secteur privé et, a fortiori, de l'État. Les études réalisées sur l'ensemble des bourses mondiales montrent que, dans le long terme, la stratégie d'investissement en actions rapporte, en moyenne annuelle, 4 % à 6 % de plus qu'un portefeuille obligataire. Sur une année, la différence n'est pas importante, mais sur vingt ans, cela représente un rapport de 1 à 3 ! L'actionnaire est, donc, en moyenne, mieux rémunéré que le banquier, ce qui est normal compte tenu de leurs

risques respectifs. L'actionnaire « coûte » plus cher que le banquier. Cette affirmation ne va pas dans le sens des documents comptables.

En effet, dans le compte de résultat, le seul coût financier qui apparaisse est le résultat financier, qui traduit la rémunération du banquier, l'actionnaire semblant être « gratuit ». En fait, l'actionnaire n'apparaît qu'implicitement dans le compte de résultat, sous la forme d'une exigence de résultat net car ce dernier représente la rentabilité (comptable) de l'investissement des actionnaires.



Pour revenir à notre problématique de choix entre dette et fonds propres, rappelons-nous que ces ressources financières doivent financer l'outil industriel. Or, le directeur financier n'est finalement que l'acheteur d'une matière première très spécifique, le financement. Comme tout acheteur, il doit privilégier le fournisseur le moins cher, donc en l'occurrence, le créancier financier. Ce propos milite en faveur du financement par la dette financière.

Outre la considération des risques respectifs, il nous faut introduire la fiscalité. En effet, la dette financière jouit d'un privilège fiscal, la déductibilité des charges financières du résultat imposable. Le coût réel de la dette n'est, donc, pas le taux d'intérêts facturé par le banquier, mais ce même taux dont est déduite l'économie d'impôt réalisée sur les frais financiers. La situation des actionnaires est moins favorable, car ils sont rémunérés par le résultat net, qui a subi la ponction fiscale bien connue. La dette est, ainsi, « doublement moins cher » (risque et avantage fiscal) que les fonds propres ce qui nous mène naturellement à privilégier ce mode de financement. Les recherches menées à partir des premiers résultats publiés par Modigliani et Miller à la fin des années 1950 procèdent de cet état d'esprit. En effet, elles vont dans le sens de la recherche d'un optimum qui serait le coût minimal des ressources financières ou la valeur maximale de l'outil industriel. La dette joue un rôle de premier plan, en tant que ressource financière de faible coût et générant des économies d'impôts, mais qui fait peser un risque de faillite à l'entreprise.

Avec la découverte, par les économistes et les financiers, que les décisions humaines se limitent rarement à l'annulation d'une dérivée première, a émergé un second courant de pensée, tourné vers l'analyse des comportements, et qui s'inspire de diverses théories, dont la théorie de l'agence. Nous n'avons pas la prétention d'être exhaustif sur la présentation de la littérature considérable consacrée à ce sujet, mais nous souhaitons présenter quelques considérations et conclusions qui nous semblent pertinentes par rapport aux décisions de financement de BSN.

La première approche, la Théorie de l'Agence, traite des relations difficiles entre les actionnaires et les dirigeants. Les premiers craignent que les seconds ne dilapident leur patrimoine et cherchent à minimiser les coûts de contrôle.

La dette est un instrument de contrôle puissant, mais à l'origine d'effets pervers. Certes, si une société est fortement endettée, les dirigeants n'auront ni le souhait, ni la possibilité de gaspiller le cash flow généré par les opérations, car ce dernier sera utilisé prioritairement au service de la dette.

Cependant, placés dans une telle situation, les dirigeants vont être motivés à refuser des projets d'investissements risqués, même si ces derniers contribuent au développement stratégique de l'entreprise. La dette est, donc, un instrument de contrôle qui peut se retourner contre son initiateur, l'actionnaire. Une littérature abondante s'est développée autour des relations d'agence, mais les travaux consacrés à la hiérarchisation des financements nous semblent plus pertinents pour analyser l'évolution de la stratégie financière de BSN/Danone.

Stewart Myers a développé la théorie dite du pecking order, littéralement l'ordre de picorage, plus sérieusement traduite en théorie de la hiérarchisation des financements. Confrontée au financement de ses investissements, l'entreprise utilise, en premier lieu, le cash flow généré par son exploitation, puis lève de la dette financière (classique, puis éventuellement hybride comme les obligations convertibles) et, en dernier ressort, procède à une augmentation de capital en numéraire. Ce mode de sélection ne se déduit pas d'une quelconque recherche d'optimum financier, mais résulte de l'observation, par Myers, du comportement réel d'entreprises. Différentes explications, plus ou moins concluantes, ont été avancées pour expliquer ce processus de décision : la volonté des dirigeants de lever en priorité les fonds qui ne requièrent qu'un faible niveau de justification (le banquier est moins exigeant que l'actionnaire) ou le signal plus optimiste que constitue l'émission de dette (résultat d'exploitation élevé et peu risqué) parmi d'autres. Des travaux complémentaires (Cornell et Shapiro) ont suggéré que la séquence de « picorage » proposée par Myers pouvait être réduite aux seuls financements ne générant pas de risque de faillite pour l'entreprise (capacité d'autofinance-



ment et émission d'actions) lorsque celle-ci souffrait d'un credibility gap, c'est-à-dire d'un déficit de crédibilité, d'une image économique et financière dégradée ou présentant un risque élevé ou difficile à évaluer. Ainsi, une société en forte croissance ou un constructeur de matériel informatique, qui doit démontrer sa capacité à long terme à assurer la maintenance de ses produits, se doit d'être sensiblement sous-endettée.

Le choix entre dettes financières et fonds propres résulte, donc, d'un compromis entre l'optimisation des coûts de financement et les objectifs des différents acteurs.

Reprenons l'histoire de BSN en 1983

Nous avons montré que le financement de la croissance par la dette était la « meilleure » décision financière :

- l'entreprise dispose, au moins en théorie, d'une large capacité d'endettement ;
- l'exploitation est source de rentabilité élevée à risque faible, donc de richesse pour l'actionnaire ;
- l'accroissement de rentabilité financière permet de faciliter le financement de la croissance (cf. "Croissance admissible").

Mais, le financement par dette n'a pas été choisi et plusieurs raisons expliquent ce rejet.

Tout d'abord, BSN sort d'une période très périlleuse pendant laquelle la croissance du ratio d'endettement a été synonyme de graves difficultés financières. Le marché n'a pas encore « compris » que BSN est, maintenant, un groupe alimentaire profitable : son PER (Price/Earnings Ratio), égal à 4 en 1980, démontre une crédibilité boursière très faible. Si l'endettement repart à la hausse, cela pourra éventuellement être interprété par le marché comme l'émergence de nouvelles difficultés, ce qui continuera à pénaliser le cours de bourse.

De plus, la direction générale du groupe souhaite, dorénavant, consacrer tous ses efforts à la mise en œuvre de la stratégie de croissance. Le temps est, comme chacun sait, la ressource la plus rare pour les dirigeants. Ces derniers doivent en priorité identifier les cibles potentielles, les évaluer, puis négocier leur acquisition et, enfin, gérer leur intégration. Cette activité est réellement créatrice de valeur pour l'actionnaire et requiert une flexibi-

lité organisationnelle et financière maximale. Donc, plutôt que de consacrer du temps et de l'énergie à convaincre les banquiers et le marché que l'entreprise dispose d'une bonne capacité d'endettement en vue d'« optimiser le passif financier », il est largement préférable de se battre pour « valoriser l'actif industriel » et capturer les opportunités de croissance externe pendant qu'elles sont encore disponibles, tout en construisant un capital de crédibilité.

Du point de vue stratégie industrielle, la « meilleure » décision est, à l'évidence, l'émission d'actions qui présente deux avantages majeurs :

- elle apporte à l'équipe dirigeante une grande flexibilité dans la mise en œuvre de la stratégie de croissance externe ;

- elle permet, en l'accompagnant d'une communication financière large et bien construite, de faire comprendre au marché que BSN n'est plus une société verrière en difficulté mais un groupe alimentaire rentable en forte croissance.

Mais, cette stratégie a un coût. En effet, nous avons évoqué la faible crédibilité de BSN qui se traduisait par un PER de 4 en 1980. Cela signifie que la société était valorisée à quatre années de résultat net alors qu'une entreprise rentable et en croissance dans un marché à risque modéré « mérite » un PER compris entre 15 et 20. Le PER de BSN progresse à 5 fin 1981, puis 5,9 fin 1982, mais reste fortement sous-évalué. Certes, la capitalisation boursière s'élève, début 1983, à 4 milliards de francs, mais toute augmentation de capital importante impliquerait éventuellement une dilution excessive pour les actionnaires et se ferait à un cours qui « braderait » l'entreprise.

Une solution alternative serait le recours à une émission d'obligations convertibles en actions (OCA) qui permettrait de lever des capitaux à coût modéré et à dilution réduite et différée. L'OCA semble un bon compromis, mais présente deux inconvénients qui conduiront à rejeter cette solution :

- le marché des OCA est encore relativement naissant en France au début des années quatre-vingt ;
- BSN souffre d'un *credibility gap* qui, comme on l'a vu, « interdit » les financements par dette hybride ; ce *gap* est, par ailleurs, aggravé par un historique d'émissions d'OCA plutôt mitigé.

En définitive, BSN émet, en janvier 1983, 657 000 actions au prix de 800 FF, soit une forte remise par rapport au dernier cours coté (1 492 FF) ce qui garantira le succès de l'émission, et lève ainsi 525 millions de francs. Le prix est très attractif et les actionnaires souscrivent en masse, ce qui limite la dilution. BSN revient sur les marchés avec un produit simple, l'action ordinaire, communique massivement sur son évolution, sa rentabilité et ses projets, et constitue, ainsi, un capital de crédibilité qui va croître et se traduire, en 1986, par un PER « normal » de 16 et une capitalisation boursière de 17 milliards de francs. Le groupe savait que l'opération de 1983 n'était

qu'une première étape dans le financement de sa croissance et qu'il lui faudrait à nouveau se présenter devant le marché : l'augmentation de capital devait être un succès et changer l'image du groupe dans les pensées des analystes financiers qui inspirent un marché, paraît-il, sur-réactif à court terme et, probablement, sous-réactif à moyen et long terme. Fort de ce succès, BSN grandit et, en 1987, a besoin à nouveau de financer sa croissance.

1984 - 1987 : SIMPLICITÉ ET OPPORTUNISME

En juin 1987, Antoine Riboud souligne dans le prospectus d'émission d'actions : « *BSN grandit, BSN évolue, BSN s'internationalise* ».

De 1982 à 1986, le chiffre d'affaires a progressé de 50 %, notamment dans les produits secs (pâtes alimentaires et épicerie), et BSN crée la branche Biscuits à l'occasion de l'acquisition de Générale Biscuit en 1986. Les acquisitions cumulées de 1986 et 1987 représentent environ 7,5 milliards de francs et le ratio d'endettement, qui atteignait 0,5 fin 1986, a tendance à croître. Pour augmenter ses fonds propres, BSN va procéder à deux types d'émissions : deux augmentations de capital réservées dont nous examinerons les modalités dans la section suivante et une augmentation de capital en numéraire qui se démarque considérablement de celle de 1983.

Le cours de bourse, le 9 juin 1987, s'établit à 5 000 FF et BSN émet 452 000 actions au prix unitaire de 3 500 FF, soit à nouveau un discount important de 30 %, pour collecter 1,5 milliard de francs. Il faut rappeler que, quatre ans plus tôt, le groupe avait dû émettre 200 000 actions de plus pour collecter trois fois moins de fonds. Mais, dorénavant, BSN dispose d'un capital important de crédibilité qui lui permet de lever des fonds plus importants tout en limitant la dilution : en effet, les actions émises représentaient 25 % du capital existant en 1983 et seulement 10 % en 1987.

Pourquoi émettre à nouveau des actions ? La décision semble dictée par le fait que BSN anticipe une poursuite de sa politique de croissance et privilégie toujours une flexibilité financière maximale qui se satisfait parfaitement d'un instrument de financement aussi simple que l'action ordinaire. De plus, la Bourse a considérablement progressé en 1986 (50 %) et pendant le premier semestre de 1987. Or, les professionnels savent que « *les arbres ne montent jamais au ciel* » et que toute période de hausse spectaculaire a une fin, parfois brutale. Le groupe décide, donc, de profiter, avec opportunisme, de cette conjoncture favorable. Certes, en octobre 1987, le cours de BSN va chuter avec l'ensemble du marché, mais le mauvais souvenir du krach sera vite effacé dans la mémoire

des actionnaires, car le cours de bourse remontera à 5 600 FF un an après la chute !

Une des caractéristiques les plus marquantes de BSN semble être la combinaison de réalisme et d'opportunisme, qui se manifestera autant dans les décisions industrielles que financières. En 1985, alors que le dollar américain poursuit sa dévaluation et vaut encore environ 9,3 FF, BSN émet, pour 75 millions de dollars, des euro-obligations convertibles en actions BSN. Lorsque le cours du dollar atteindra 7 FF en 1986, puis 6 FF en 1987, l'emprunt sera totalement converti. Cette émission est de faible montant, mais montre la capacité du groupe à profiter d'une situation financière temporairement favorable, en l'occurrence une spéculation faiblement risquée sur la baisse du dollar, tout en s'ouvrant un accès au marché international. Deux exemples montrent le réalisme et l'opportunisme industriels de BSN. En 1985, la société avait acheté Bottu et réalisé, ainsi, une incursion dans la pharmacie de consommation. Comprenant que la pharmacie est un métier différent et nécessitant des capitaux et des compétences que le groupe ne pouvait ni ne voulait mobiliser, Bottu est réorganisée, puis revendue en 1988 au prix de 1,3 milliard de franc, soit une plus-value de plus de 1 milliard. En 1983, BSN avait acquis les Maisons de Champagne Pommery et Lanson pour 620 millions de francs. Mais, on ne gère pas une maison de luxe comme une société de biens de grande consommation. Les acquisitions de 1990 générant d'importants besoins de capitaux, le groupe prend acte des faibles synergies entre les deux types d'activités et vend Pommery et Lanson à LVMH pour 3,1 milliards de francs, soit cinq fois son prix d'achat !

La politique de croissance se poursuit et les investissements financiers nets représentent plus de 20 milliards de francs sur la période 1987-1989, l'opération la plus remarquable étant l'acquisition dans un délai exceptionnellement court des filiales européennes de RJR Nabisco pour 2,5 milliards de dollars, soit environ 17 milliards de francs (dont 50 % seront revendus dans les mois suivants). Le ratio d'endettement s'élève à 0,9 fin 1989 mais le nombre d'actions en circulation a plus que doublé en sept ans sous les effets conjugués des augmentations de capital en numéraire et des paiements d'acquisitions en titres. La dilution devient un problème critique.

1986 - 1990 : PROTÉGER LA « CATHÉDRALE DE CHARTRES »

BSN est opérable. Le groupe a une notoriété mondiale, son capital n'est plus contrôlé après avoir subi des dilutions successives, sa réputation est excellente et son découpage en branches d'acti-

vités indépendantes permet d'envisager une « vente par appartements » susceptible d'intéresser un prédateur financier ou un industriel du secteur. Or, Philip Morris dispose d'une trésorerie équivalente à la capitalisation boursière de BSN et cherche à se diversifier dans l'agro-alimentaire tout en s'implantant en Europe. BSN est une cible idéale et les dirigeants de l'entreprise, en accord avec les actionnaires dominants vont mettre en œuvre une politique destinée à protéger la société : la « cathédrale de Chartres », suivant l'expression d'Antoine Riboud, est un monument national au même titre que le Louvre ou la Tour Eiffel et doit rester française !

Dès 1986/1987, BSN consolide son portefeuille d'actionnaires stables à l'aide de trois opérations d'ingénierie financière.

Fin 1986, BSN émet des obligations à bons de souscription d'actions pour un montant nominal de 120 millions de francs. Chaque OBSA est émise à 5 050 FF, soit 5 000 FF pour une obligation qui génère un rendement égal au taux de marché et 50 FF pour cinquante bons de souscription d'actions ; chaque bon, valorisé 1 FF, permet d'acheter à tout moment et pour une période de dix ans et trois mois, une action BSN à un prix d'exercice égal à la moyenne des vingt derniers cours de bourse. Un bon de souscription est une option d'achat dont la valeur financière est égale à l'espérance de plus-value que l'investisseur peut réaliser lorsqu'il exerce l'option. Comme le prix d'exercice « suit » le cours de bourse, la plus-value potentielle est, en permanence, nulle et le bon n'a aucune valeur : c'est pourquoi il est vendu 1 FF « symbolique ». L'intérêt de l'émission est que les investisseurs peuvent, pendant dix ans, exercer leur droit de créer 1 200 000 nouvelles actions BSN et de diluer la part d'un attaquant éventuel. Fin 1986, le capital de BSN comprend 4 millions d'actions et l'exercice des bons entraînerait une dilution de 30 %, ce qui est partiellement dissuasif. Les OBSA sont, après accord des actionnaires réunis en Assemblée Générale Extraordinaire, intégralement souscrites par une société ad hoc, GEMOFIM, « société financière constituée par des banques et institutions financières avec lesquelles votre Société entretient des relations anciennes et confiantes » (AGE du 18/12/86), au premier rang desquelles figure MM. Lazard Frères et Cie.

En juin 1987, cette même banque organise l'apport par deux sociétés de son groupe, de titres Cofinda, valorisés 1,4 milliards de francs (patrimoine immobilier de 133 000 m² à Marseille — 684 MF — et 20 % des titres de la société Chaussures André -721 MF) contre 283 855 actions BSN créées à cet effet. Enfin, en décembre 1987, le développement de BSN en Italie connaît une étape nouvelle par l'échange de participations avec le groupe Agnelli (Ifil Partecipazioni), valorisées 1,1 milliard de francs et représentant 220 202 nouvelles actions BSN. Umberto Agnelli entre au Conseil d'Administration de BSN.

Fin 1987, le capital social de BSN comporte environ 5,2 millions d'actions : aux 4 millions existant fin 1986 se sont ajoutées, pour l'essentiel, les 452 000 de l'augmentation de capital en numéraire, les 505 000 actions échangées que nous venons de décrire. Afin de ne pas détruire cet équilibre délicat, BSN va commencer à financer sa croissance avec des outils à dilution retardée. Ainsi, en octobre 1988, le groupe émet dans le public des obligations à bons de souscription d'actions pour un montant de 1,3 milliard de francs. Les obligations génèrent un rendement de 8 % proche des taux du marché obligataire (9,3 %). Les dix bons attachés à chaque obligation permettent de souscrire à une action BSN au prix d'exercice de 5.000 FF, soit 580 FF en deçà du cours de bourse au moment de l'émission.

Enfin, l'investisseur a la faculté, en cas de non-exercice des bons, d'en exiger le remboursement à leur prix d'achat, ce qui implique une garantie en capital sur cet investissement. Sans entrer trop avant dans le détail financier, notons que BSN, pour sa première émission « grand public » de titres hybrides, sophistiqués à opté pour une stratégie à faible risque en offrant un placement de « père de famille » qui sera, à la souscription, un succès.

Le groupe dispose donc, maintenant, d'un important capital de crédibilité sur lequel il va capitaliser pour poursuivre sa croissance. Sa trajectoire boursière est brillante, le marché achète tous les produits financiers de marque BSN et le groupe a mis sur le marché des instruments de plus en plus sophistiqués. Dans le même temps, BSN divise le nominal de l'action (et, donc, sa valeur) par dix afin de « populariser » le titre.

Début 1990, le groupe doit refinancer les acquisitions de 1989, dont les filiales européennes de Nabisco, qui ont pesé sur son endettement ; celui-ci s'élève, comme nous l'avons indiqué, à 90 % des fonds propres. La rentabilité industrielle reste élevée, largement supérieure aux taux d'intérêts, ce qui implique un effet de levier très favorable. Mais, le ratio de 0,9 est jugé trop élevé par la communauté financière et BSN s'interroge sur son financement. Le groupe dispose désormais de la palette complète d'instruments de financement en raison de sa crédibilité considérable, mais le contrôle du capital, qui était un problème mineur en 1983, est devenu un obstacle à une émission d'actions trop dilutive.

Les capitaux engagés représentent environ 36 milliards de francs fin 1989, soit six fois plus que fin 1982. Si BSN souhaite respecter le ratio d'endettement moyen du secteur égal à 0,5, les fonds propres doivent s'élever à 24 milliards de francs pour 12 milliards de dettes financières.

Or, les fonds propres représentent 20 milliards : il faudrait, donc, envisager une augmentation de capital de 4 milliards, montant considérable pour le marché parisien et qui entraînerait une dilution d'au moins 10 % (la capitalisation boursière est de l'ordre de 42 milliards de francs).

Par bonheur, comme nous l'avons déjà mentionné, BSN dispose d'un actif non stratégique et qui sera vendu en date d'effet du 1^{er} janvier 1991 : Pommery et Lanson. De plus, le groupe émet, en janvier 1990, une obligation convertible en actions pour un montant de 3,3 milliards de francs afin de restaurer son fonds de roulement et d'augmenter à terme son capital. Cette OCA mérite quelques développements spécifiques.

L'obligation convertible est émise à un nominal de 900 FF, sensiblement supérieur au dernier cours connu, à savoir 766 FF et pour une durée assez longue, à savoir dix ans. En outre, le taux de rendement en cas de non-conversion est 7,32 %, inférieur d'environ 2 % au taux de marché des obligations.

En conclusion, BSN émet un instrument à des conditions de marché relativement tendues pour lever 3,3 milliards de francs et diluer le capital à hauteur de 6 %, ce qui doit se comparer avec le même groupe qui, frileusement, diluait à hauteur de 25 % en 1983 pour ne lever que 500 millions de francs.

Le groupe a complètement changé de dimension, de stature et peut capitaliser sur sa crédibilité pour vendre au marché des produits plus « tendus » en termes de risque et de rendement, tout en limitant les risques de perte de contrôle.

La décennie quatre-vingt dix connaîtra quelques bouleversements.

1990 - 1996 : L'ENTRÉE DANS LE TUNNEL

Si les années 1990 et 1991 sont, partiellement, consacrées au désendettement (cession de Pommery et Lanson, dividendes payés en actions), la croissance externe représente un investissement total de 30 milliards de francs sur la période 1992-1996.



La « cathédrale de Chartres », suivant l'expression d'Antoine Riboud, est un monument national au même titre que le Louvre ou la Tour Eiffel, et doit rester française.

Mais, le groupe connaît un tournant en 1992-1993. Le 6 mai 1992, le cours de BSN atteint le niveau record de 1 051 FF et se stabilise à 943 FF en fin d'année. La crédibilité boursière de BSN est à son apogée et la capitalisation boursière représente 1,8 fois les fonds propres comptables, ce qui traduit une création de valeur égale à 80 % de l'investissement réalisé par les actionnaires.

La rentabilité des capitaux engagés excède toujours de 7 % le niveau des taux d'intérêt, le niveau d'endettement est contenu à 40 % des fonds propres et le résultat d'exploitation, qui a culminé à 11,1 % du chiffre d'affaires en 1991, représente encore 10 % des ventes, soit 2 % de plus qu'en 1986, l'une des années boursières les plus fastes pour le groupe.

Fidèle à son opportunisme, BSN va lever 4 milliards de francs en octobre 1993 sous forme d'obligations convertibles en actions d'une durée de vie de huit ans. Le moment est propice, car la bourse est optimiste et les taux d'intérêt sont au plus bas. Le marché accueille cette (provisoirement) dernière grosse opération avec enthousiasme et le montant, initialement prévu à 3,5 milliards de francs doit être augmenté de 500 millions de francs pour satisfaire une demande très forte.

Pendant quatre années, de 1994 à 1997, BSN, comme le titre L'Expansion en juillet 1996, « n'a plus la cote ». Là encore, plusieurs explications sont évoquées.

Tout d'abord, le marché s'inquiète de l'érosion des marges, phénomène qui touche toutes les sociétés dont les prix de vente plus élevés sont justifiés par la notoriété de leurs marques et dont les parts de marché sont mises à mal par les discounters : c'est l'« effet-Marlboro » bien connu.

Cependant, il faut noter que le résultat d'exploitation reste pratiquement stable sur cette période, égal à 9 % du chiffre d'affaires, et que le marché s'enthousiasmait sur BSN en 1986 alors que le taux de marge d'exploitation n'était que de 8,1 %.

Plus préoccupante est la difficulté que rencontre BSN à poursuivre sa mondialisation. Le groupe a mené avec beaucoup de succès son développement en Europe du sud, mais son implantation dans le nord de l'Europe, comme dans d'autres marchés d'importance stratégique comme les États-Unis, reste limitée. En 1994, BSN devient Groupe Danone pour capitaliser sur une marque

mondialement connue, mais le marché n'est pas convaincu par ce changement.

Antoine Riboud, nous l'avons vu, a constitué un réseau d'investisseurs proches afin de limiter les risques d'OPA. Il fait adopter, en Assemblée Générale Extraordinaire, une disposition qui limite les droits de vote simples à 6 % et doubles à 12 % pour tout investisseur qui ne disposerait pas d'au moins les deux-tiers des actions. Or, fin 1992, l'actionnariat connu se décompose comme sur **le tableau en bas de page**.

Les investisseurs « amis » détiennent 25,9 % des droits de vote. Si l'on ajoute la dilution potentielle de Gemofim à hauteur de 25 %, on comprend que le capital est complètement verrouillé et que la cathédrale de Chartres est devenue in-opérable. Les gestionnaires de fonds institutionnels n'apprécient pas cette entrave au marché et, « votant avec leurs pieds », pénalisent le titre par leurs ventes.

Enfin, la succession du président fondateur charismatique constitue une incertitude stratégique. Si Antoine Riboud se présente lui-même comme un septuagénaire en pleine forme, les analystes s'inquiètent de la disparition brutale de quelques dauphins potentiels aussi brillants qu'éphémères qui se sont succédés au cours des dernières années.

A la fin de 1996, le cours de bourse (725 FF) a perdu près de 30 % par rapport à son plus haut alors que le marché est resté stable sur la même période. S'il représente toujours 15,5 années de résultat net, la capitalisation boursière s'élève à 52 milliards de francs, soit 1,16 fois les fonds propres comptables. La création de valeur n'est plus que de 16 %, soit cinq fois moins qu'en 1992.

1997 : LA SORTIE DU TUNNEL ?

En 1996, Franck Riboud succède à son père à la tête du groupe, celui-ci devenant Président d'honneur et Président du comité consultatif stratégique et des nominations créé cette même année. Il annonce une stratégie qui se développe autour de cinq axes majeurs, dont l'amélioration de la rentabilité et de la valeur actionnariale.

Actionnaire	% d'actions	% de droits de vote
Lazard	5,99	9,55
Ifil (famille Agnelli)	5,79	4,72
Findim (famille Fossati)	3,94	6,4
UAP	3,49	5,23
Total		25,90%

Il redistribue les branches autour de quatre pôles d'activité sur lesquels le groupe concentrera ses efforts. Cette focalisation se traduit notamment par la cession de la branche Épicerie à Paribas et Campbell Soup pour 5 milliards de francs ou de La Pie Qui Chante à Cadbury Schweppes.

Les résultats financiers de 1997 montrent un redressement de la marge d'exploitation à 9,1% du chiffre d'affaires. Le marché semble rassuré par cette croissance de 0,2 % et par l'amélioration de la visibilité stratégique est organisationnelle. De plus, les bons de souscription d'actions dont disposait Gemofim arrivent à maturité et Franck Riboud annonce le non-renouvellement du montage protecteur. Danone s'introduit sur la Bourse de New York en novembre 1997 alors que le cours du titre est voisin de 925 FF. Le 18 février 1998, l'action Danone atteint 1.175 FF : le marché salue la prise de pouvoir de Franck Riboud en faisant progresser le titre de plus de 60 % en treize mois, doublant ainsi la performance du CAC 40 sur la période.

Le groupe a, donc, connu trente années d'une histoire très riche en bouleversements et son futur sera, certainement, mouvementé et passionnant. Mais, plutôt que de jouer les devins, cherchons à tirer quelques conclusions illustrées par les événements que nous venons de décrire.

COMMENTAIRES SUR LA POLITIQUE FINANCIÈRE

Reprenons, tout d'abord, notre réflexion première sur la place de la finance dans la stratégie industrielle.

Sans qu'il soit possible de les dater avec précision, BSN/Danone a connu deux périodes de croissance. Pendant environ vingt ans (1970-1990 ?), la progression de l'activité industrielle par croissance externe s'est avérée très rentable et relativement « aisée ».

En effet ; le tissu industriel était dispersé, moyennement rentable et sous le contrôle d'un capitalisme familial à la recherche de successeurs. Le génie d'Antoine Riboud a été d'identifier les opportunités et de frapper le premier en combinant une vision stratégique claire, un redoutable talent de négociateur et une flexibilité organisationnelle soigneusement entretenue : sa devise de management est « *l'imagination du doute* ».

La finance joue, alors, un rôle de premier plan : elle doit livrer les fonds nécessaires au paiement des titres achetés ! Pour diminuer la dilution des actionnaires, elle reconstitue brillamment le capital de crédibilité sérieusement entamé par les difficultés du verre plat. Mais, l'optimisation du passif n'est pas encore à l'ordre du jour.

Le rôle de la finance évolue lorsque le

conglomérat de PME devient un groupe industriel respecté et crédible, alors que la politique d'acquisition rencontre une compétition croissante dans sa mise en œuvre : les sociétés achetées sont mieux gérées, les parts de marché plus recherchées, et les acheteurs potentiels, plus nombreux, font monter les prix. Le groupe est capitalistiquement vulnérable et la finance contribue à verrouiller le capital tout en continuant à financer la croissance. Les marchés regardent de plus près la rentabilité et le coût de capital : l'optimisation financière devient un objectif premier, devant contribuer à la création de valeur.

Cette dernière était évidente, au début des années quatre-vingt, et provenait naturellement du développement de l'activité industrielle. Ultérieurement, celle-ci a connu quelque ralentissement et la finance a été invitée à prendre, partiellement, le relais. Mais, BSN/Danone a connu la période financière la plus faste lorsque la valeur provenait de l'activité économique et non des opérations financières.

Notre deuxième commentaire est consacré à la capacité d'innovation des financiers : cette dernière semble pratiquement infinie, mais doit être utilisée à bon escient. Il n'est, certes, pas interdit d'être intelligent et opportuniste : émettre des euro-obligations en période de baisse du dollar (1985), procéder à une augmentation de capital alors que le marché est en croissance déraisonnable (juin 1986), profiter d'une bonne crédibilité pour retarder et limiter la dilution des actionnaires en place (OBSAR 1988 et OCA 1990).

Cependant, suivant l'expression bien connue, il n'est pas bon de « tirer sur la ficelle » et de déployer une trop grande habileté. Le schéma d'échange de participations-bons de souscription Gemofim-limitation des droits de vote, qui verrouille complètement le capital, protège à court terme, mais a des répercussions négatives sur la valeur de l'entreprise et son capital de confiance. De même, l'obligation convertible de 1993, émise au sommet de la crédibilité du groupe, dans un environnement boursier particulièrement propice, alors que les marges d'exploitation s'érodent rapidement sous l'effet d'un phénomène général et durable, peut apparaître comme un produit « sur-vendu » au marché.

Le marché pénalise une ingénierie financière mise en œuvre au détriment des investisseurs et la période de pénitence peut être longue.

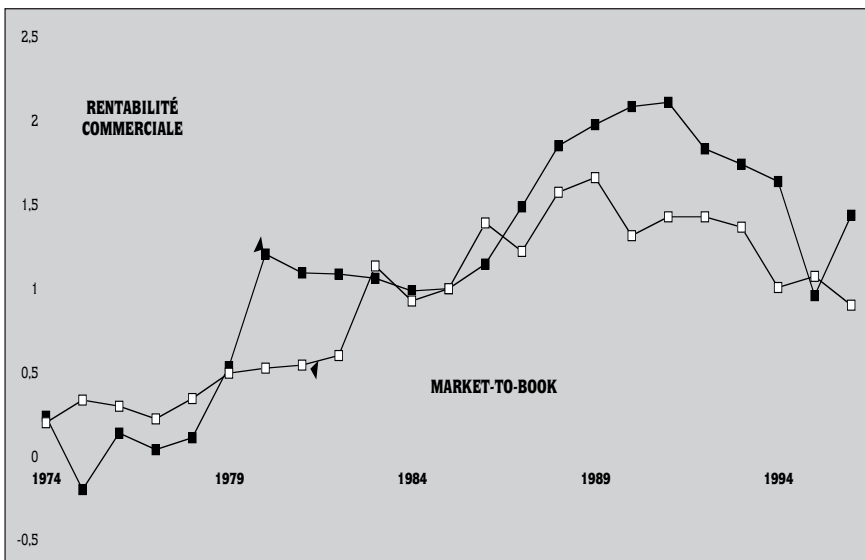
Le troisième commentaire est, dans ce même esprit, lié au temps. Les marchés de capitaux sont, souvent, présentés comme sur-réactifs. Ce phénomène est théorisé par les économistes financiers sous le nom d'*over-shooting*. Cependant, en matières de politique financière et de crédibilité boursière, notre préférence va plutôt à l'*under-shooting* et l'histoire de BSN/Danone nous semble démonstrative.

Examinons la position du groupe en 1983. BSN a initié sa démarche de diversification

par croissance externe dans le domaine de l'alimentaire plus de dix ans auparavant et a démontré un réel savoir-faire. Le verre plat, synonyme d'intensité capitalistique élevée et de graves difficultés financières, a totalement disparu. La rentabilité économique et commerciale est relativement élevée et très stable. Néanmoins, le titre, qui « mérite » un PER de 15 à 20, ne capitalise que six fois le résultat net.

Il faudra attendre 1986 pour que le PER se stabilise au niveau « normal » de 16, alors que la rentabilité est stable sur la période 1982-1986. Le marché comprend lentement, il ne réagit pas immédiatement aux bonnes (et mauvaises) nouvelles. Il présente une sorte de « frottement temporel » que nous allons essayer de mesurer. **Le graphique ci-dessous** présente, en courbes superpo-

Graphique 2
Graphes superposés



sées, l'évolution de 1974 à 1996 de deux ratios. Le premier est la rentabilité commerciale (résultat net / chiffre d'affaires) et mesure le taux de profit du groupe.

Le second est appelé *Market-To-Book* et se calcule en divisant la valeur de marché des fonds propres (capitalisation boursière) par leur valeur comptable. Si ce ratio est supérieur à 1, l'entreprise a créé de la richesse (elle génère du goodwill, comme disent les comptables), sinon elle en a détruit. Ce ratio mesure assez bien, en dynamique, l'évolution de la crédibilité boursière d'une firme.

Examinons l'évolution respective des deux courbes. De 1974 à 1979, elles sont parallèles : la rentabilité du groupe est nulle, voire négative, et sa crédibilité boursière est très faible, les fonds propres n'étant valorisés que de 30 % à 50 % de l'investissement réalisé par les actionnaires. De 1983 à 1989, à nouveau, les courbes sont parallèles, mais à la hausse : la rentabilité croissante de BSN est accompagnée par une crédibilité boursière accrue. La période la plus intéressante couvre trois années, de 1980 à 1982 : la rentabilité commerciale s'élève, puis se stabilise à

3 % du chiffre d'affaires, mais le marché ne suit pas la progression, comme s'il attendait une confirmation dans le temps de la bonne nouvelle. Il est vrai qu'un résultat net peut s'améliorer par la chance ou le sous-provisionnement, mais trois années consécutives de bons résultats ne peuvent traduire qu'une amélioration sensible et durable des fondamentaux.

Notons que, de 1990 à 1995, le marché semble anticiper les difficultés commerciales qui se traduisent par une érosion de la rentabilité de 1992 à 1994 et la chute de 1995 due à une provision exceptionnelle pour restructuration. La forte hausse du cours de bourse qui accompagne le redressement de la rentabilité nous promet, pour 1997 un rapprochement des deux courbes.

En termes de politique et de communication financières, ce constat a des conséquences importantes :

- une politique financière se conçoit et se met en œuvre avec une vision de long terme : l'augmentation de capital de 1983 contribue, non seulement à financer le groupe, mais aussi à reconstruire la crédibilité du groupe pour préparer des appels au marché sensiblement plus importants et moins dilutifs en 1987 et au-delà ;
- la communication financière doit être permanente et en cohérence parfaite avec la politique financière. On ne communique pas avec le marché par intermittence, lorsque l'on a besoin des ressources des investisseurs. Les analystes financiers et les gérants institutionnels aiment la communication récurrente et sincère, et savent généralement distinguer, dans l'inattendu, ce qui relève de l'aléa économique et du « prévisible caché ». Toutes les grandes sociétés

ont créé un département chargé de la relation avec les investisseurs, qui dépend directement de la Direction Générale et dont l'activité croît avec l'influence grandissante des actionnaires institutionnels.

L'histoire de BSN/Danone est, à ce titre, un exemple de vision et de cohérence qu'il convient de méditer. •

Quand, en 1996, Franck Riboud succède à son père, celui-ci devenant Président d'honneur, le groupe a connu trente années d'une histoire riche en bouleversements ; mais son futur reste prometteur et sera, certainement, mouvementé et passionnant.



Stiller - HEA