

■ L E S A M I S D E ■  
**l'École de Paris**

<http://www.ecole.org>

**Séminaire  
Vie des Affaires**

*organisé grâce aux parrains  
de l'École de Paris :*

Accenture  
Air Liquide\*  
Algoé\*\*  
ANRT  
AtoFina  
Caisse Nationale des Caisses  
d'Épargne et de Prévoyance  
CEA  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNRS  
Cogema  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Centre de Recherche en gestion  
de l'École polytechnique  
Danone  
Deloitte & Touche  
DiGITIP  
École des mines de Paris  
EDF & GDF  
Entreprise et Personnel  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
France Télécom  
FVA Management  
Hermès  
IDRH  
IdVectoR  
Lafarge  
Lagardère  
Mathématiques Appliquées  
PSA Peugeot Citroën  
Renault  
Saint-Gobain  
SNCF  
Socomine\*  
THALES  
TotalFinaElf  
Usinor

\*Uniquement pour le séminaire  
Ressources Technologiques et Innovation  
\*\* Uniquement pour le séminaire  
Vie des Affaires

(liste au 1<sup>er</sup> mars 2001)

**CRÉDIBILITÉ BOURSIÈRE  
ET POLITIQUE DE FINANCEMENT**

par

**Dominique JACQUET**  
Professeur à Paris X-Nanterre et à l'INSEAD-CEDEP

Séance du 7 juin 1996  
Compte rendu rédigé par Lucien Claes

**Bref aperçu de la réunion**

La croissance rapide d'une entreprise exige d'avoir recours à des investisseurs qui accordent d'autant plus volontiers leur concours financier qu'ils ont confiance dans la réussite de l'affaire. Il est donc essentiel pour toute entreprise soucieuse d'une croissance pérenne de conquérir cette crédibilité boursière qui constitue son atout principal. L'histoire financière de BSN, devenue Danone, est riche en péripéties étroitement liées aux étapes de son développement industriel et à sa politique d'expansion, et illustre bien les mécanismes boursiers qui l'accompagnent. Cette illustration est complétée par l'observation d'événements vécus par Cap Gemini Sogeti.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse  
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.  
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

Ont participé : M. Berry (École de Paris du Management et CRG de l'École polytechnique), D. Centlivre (CRG de l'École Polytechnique et Danone), L. Claes (École de Paris du Management), B. Dominique (École de Paris du Management), G. Dréan (Consultant), G. Garel (Université de Marne-la-Vallée et GRESUP), J.-Y. Léger (Omnium/Havas), N. Milonas (Consultante et CNAM), G. Philippot (UNILOG), N. Reimen (CRG de l'École polytechnique et BRED), C. Riveline (École des mines de Paris), J. Thoenig (Étudiant), M. Villette (ENSIA), F. Weill (CGPC).

# EXPOSÉ

## **Une *success story* financière**

Voici l'histoire financière<sup>1</sup> d'une société qui s'est appelée successivement BSN puis Danone et qui, sans abandonner totalement le verre qui était à l'origine sa spécialité, s'est concentrée ensuite avec succès dans l'agro-alimentaire.

## **Deux permanents influants**

En 1960, Antoine Riboud était à la tête de plusieurs sociétés en participation dans le domaine du verre d'emballage. Il avait recruté Christian Laubie, alors jeune assistant de direction financière. Dans sa demi-retraite, Antoine Riboud assure toujours une présence dans l'entreprise après en avoir été le PDG, et Christian Laubie en est actuellement directeur général, chargé des affaires financières. Cette présence continue depuis les origines permet en partie d'expliquer un certain nombre de décisions financières de l'entreprise.

## **Un coup d'épée dans l'eau**

"B" vient de Boussois, producteur de verre plat, et "SN" de Souchon-Neuveselles, fabricant de verre d'emballage ; ces deux sociétés ont fusionné en 1966 parce qu'elles étaient, chacune dans sa spécialité, n°2 derrière Saint-Gobain.

Deux ans plus tard, pensant que l'attaque est la meilleure défense, la nouvelle société a lancé une OPE (offre publique d'échange) en proposant aux porteurs de titres Saint-Gobain de les échanger contre des obligations convertibles en actions BSN. Une obligation convertible donne un coupon annuel, en général inférieur au taux du marché, mais avec la possibilité de conversion en action, donc l'espoir d'une plus-value à terme si l'action monte. Et ça n'a pas marché, en particulier parce que, en 1968-1969, l'obligation convertible n'était pas encore un outil particulièrement connu et liquide sur la Bourse de Paris, ensuite c'était un petite société qui s'attaquait à une plus puissante - phénomène pas encore entré dans les mœurs - et enfin, le groupe n'ayant que deux ans d'âge, on pouvait se demander si l'action allait monter, et si une obligation convertible allait avoir un rendement suffisant.

## **La recherche d'un moindre risque**

En restant n°2 en France alors que l'Europe était en train de se construire et que la mondialisation des marchés devenait inéluctable, BSN serait très mal placée. Or le métier du verre a une très forte intensité capitalistique, il faut investir beaucoup de capitaux pour produire un franc de chiffre d'affaires ; mais quand ça marche, ça marche extrêmement bien : pour donner un ordre d'idée, au début des années 1980, l'unité de production de base en verre plat coûtait huit cent millions de francs ; le cash généré remboursait cet investissement initial en deux ans. Cependant, il faut dire que ça peut aussi marcher extrêmement mal ! BSN va donc essayer d'adjoindre à ce métier à risques, un métier à cash-flow plus récurrent, d'où l'idée de s'intéresser à l'agro-alimentaire : d'abord à la bière, puis en 1973, aux produits frais, en fusionnant avec Gervais-Danone. Et la maison s'est mise à augmenter progressivement la part de son chiffre d'affaires dans ce nouveau secteur.

## **La rentabilité commerciale**

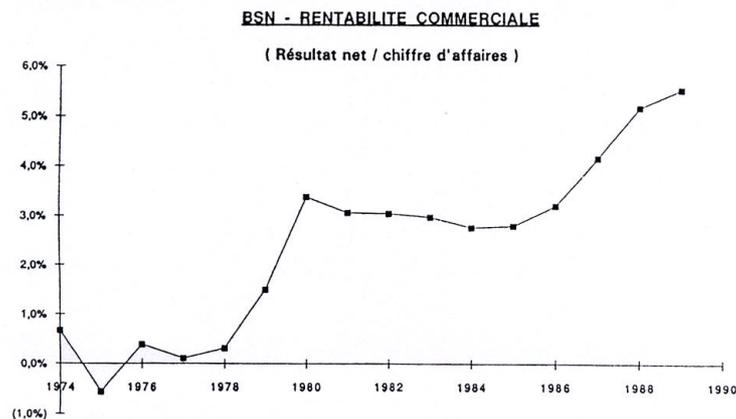
Au début des années 1970, Pilkington a inventé un nouveau procédé de fabrication<sup>2</sup> du verre plat, qui consiste à faire couler du verre liquide sur un bain d'étain en fusion, puis à le faire

---

<sup>1</sup> De 1960 à 1993.

<sup>2</sup> Le float.

avancer régulièrement, de sorte qu'il se refroidisse progressivement en chemin et qu'il ne reste plus qu'à le débiter : cela donne du verre d'excellente qualité. Aujourd'hui tout le verre du bâtiment et de l'automobile est fabriqué de cette façon. Ça veut dire que l'ensemble du secteur devait reconvertir son outil de production et qu'il fallait injecter d'importants capitaux complémentaires pour fermer tous les fours ayant permis jusqu'alors de faire du verre étiré. Mais en 1973-1974 c'était la fin des "30 glorieuses", c'était la crise du pétrole, une grande incertitude pesait sur la consommation des ménages. Le bâtiment et l'automobile, secteurs favoris du verre plat, étaient les deux premiers touchés et BSN, de 1975 à 1978 dégageait un résultat net voisin de zéro, ce qui n'en faisait pas une star sur le marché. La courbe de sa rentabilité commerciale (résultat net / chiffre d'affaires) l'illustre clairement (*fig. 1*).



*figure 1*

En dépit de ces résultats modestes, la société a continué à investir dans la reconstruction de son outil d'exploitation du verre plat, avec le soutien de ses banquiers ; ceux-ci l'ont par ailleurs autorisée à poursuivre sa diversification dans l'agro-alimentaire et y investir, mais exclusivement par autofinancement, que ce soit pour la croissance interne de l'outil industriel du secteur ou pour sa croissance externe par acquisitions.

### La rentabilité économique

En fait le bilan financier d'une entreprise a trois lignes : au passif, les fonds propres et la dette - c'est-à-dire les ressources financières - et à l'actif, tout l'outil industriel.

Actif	Passif
<i>Outil industriel</i>	<i>Fonds propres</i>
	<i>Dettes</i>

*figure 2*

La rentabilité économique (*fig. 3*), c'est ce qui est gagné par l'outil industriel, divisé par le montant des capitaux investis (immobilisations, stocks, crédit clients, etc.). Elle se calcule avant frais financiers et impôts.



*figure 3*

Quand tout va bien, la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette ; dans ce cas, plus on a de dettes, plus la rentabilité pour les actionnaires est élevée : en effet, chaque fois qu'on remplace un franc de fonds propres par un franc de dette, ce dernier finance de l'actif économique et comme le fonctionnement de l'outil industriel apporte un gain supérieur aux frais financiers, on augmente la rentabilité de l'opération, rentabilité qui va être affectée à des fonds propres de plus en plus réduits. C'est ce qu'on appelle "l'effet de levier". Quand l'effet de levier est positif, c'est-à-dire quand la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt de la dette, plus il y a de dettes plus les actionnaires sont contents : la rentabilité financière, indice de satisfaction des actionnaires, est plus élevé.

Mais la capacité d'endettement est limitée au risque d'exploitation de l'entreprise ; le banquier court le risque de ne pas encaisser les frais financiers si le résultat d'exploitation de l'entreprise ne le permet pas, et l'actionnaire court le risque de voir son patrimoine réduit puisque la valeur de son investissement est égale à la valeur de l'actif économique moins la valeur de la dette. Par conséquent, si le résultat d'exploitation est extrêmement risqué on ne peut pas s'endetter beaucoup, mais s'il est stable et récurrent, on le peut.

### La rentabilité financière

La rentabilité financière (*fig. 4*), c'est le résultat net (la rémunération des investissements des actionnaires) divisé par les fonds propres (ce qu'ils ont investi). Donc la rentabilité financière pour les actionnaires augmente avec l'endettement si la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette.



*figure 4*

## Le levier financier

En raison de la restructuration industrielle très lourde, le levier financier (*fig. 5*) ou ratio d'endettement (dette financière nette / fonds propres) de BSN augmente et dépasse 1 en 1979.



figure 5

La théorie considère que, lorsque le risque d'exploitation est élevé - c'est le cas chez BSN - la valeur de ce ratio devient préoccupante dès lors qu'elle est égale à 1.

## La réduction de la dette

En 1979, BSN se trouvait dans une situation un peu difficile : le levier financier était trop fort parce que la rentabilité économique n'était pas encore tout à fait stabilisée, la capacité d'endettement était faible et l'endettement élevé. Jusqu'en 1980, la société avait été obligée d'aller chercher du cash en permanence auprès des banquiers afin de continuer son désengagement et sa reconversion industrielle ; elle n'avait pas la crédibilité requise pour émettre des actions : son activité n'était pas encore stabilisée. Mais entre 1979 et 1981-1982, BSN allait progressivement se désengager du verre plat au point que le chiffre d'affaires de ce secteur était nul à la fin de 1982. À partir de ce moment-là, la société ne se consacrait que modérément au verre d'emballage, et de plus en plus à l'agro-alimentaire. Comme elle s'était désengagée du verre plat, elle s'était désengagée des titres mais aussi de la dette du secteur, et comme la société générait entre trois cent et quatre cent millions de francs de cash-flow disponible<sup>3</sup> en 1981-1982, le ratio d'endettement de l'entreprise se rétablissait nettement pour arriver à 0,3. BSN était finalement très peu endettée à la fin de 1982.

## Une faible crédibilité boursière

En 1983, la société se demandait comment lever des fonds pour financer sa croissance. Le cours du titre était certes en hausse (*fig. 6*), mais le *price earning* (cours / bénéfice) - un des ratios boursiers qui mesurent la crédibilité de l'entreprise - était de six, autrement dit, la société était valorisée pour six années de bénéfices, alors que dans un métier comme l'agro-alimentaire, quand les résultats sont raisonnables, la valorisation doit être le double ou le triple. Bien que depuis trois ans son résultat net se soit situé entre 3 et 3,5 % du chiffre d'affaires - ce qui, sans être encore exceptionnel, était tout à fait correct - BSN était sous-évaluée, sa crédibilité boursière était faible.

<sup>3</sup> Cash-flow généré par les opérations après investissement et avant financement externe.

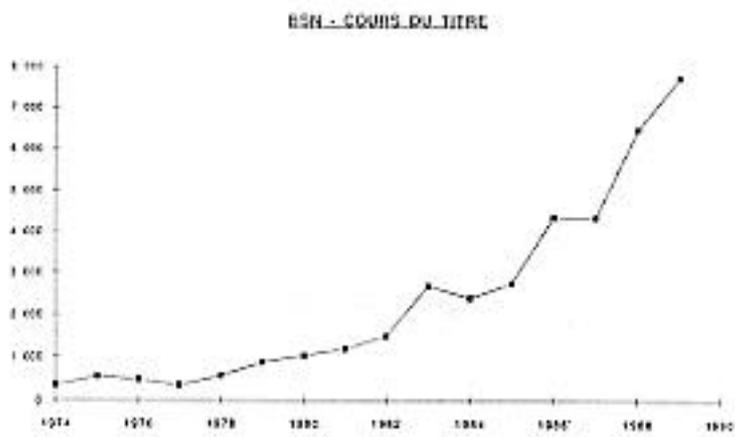


figure 6

### Fallait-il préférer l'endettement ?

#### Une valeur théorique du ratio d'endettement

Si BSN ne se procurait des fonds que par ce moyen, quel ratio d'endettement fallait-il prévoir pour l'année 1987 avec les hypothèses suivantes : une croissance de l'actif économique et du chiffre d'affaires comprise entre 20 et 25 %, un résultat net de 3 à 3,5 % du chiffre d'affaires, et un taux de distribution des dividendes de l'ordre de 20 % du résultat net ? Solution théorique : ce ratio serait compris entre 0,6 et 0,9 c'est-à-dire entre le double et le triple du ratio BSN qui était de l'ordre de 0,3 à cette époque (fig. 5).

#### Le sur-rendement de l'actif économique

Or la capacité d'endettement de l'entreprise est, rappelons-le, fonction de la stabilité du résultat d'exploitation et l'effet de levier est d'autant plus intéressant que la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette. La courbe (fig. 7) du sur-rendement de l'actif économique de BSN (la différence entre le taux de rentabilité économique et le taux d'intérêt de la dette), met en évidence sa capacité d'endettement selon la stabilité de ce ratio, et l'intérêt de l'effet de levier selon sa valeur.

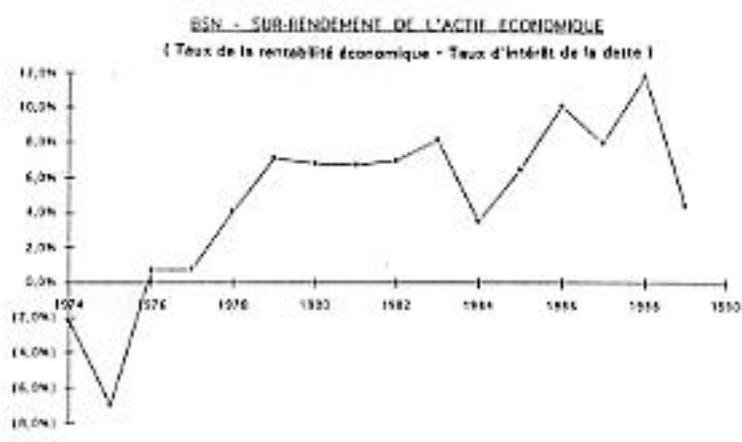


figure 7

En 1975 la rentabilité économique était de six points inférieure au taux d'intérêt, donc l'effet de levier était largement négatif, ensuite en 1976 et 1977 ils étaient voisins, enfin depuis 1979 et avec une régularité exceptionnelle, la rentabilité économique de BSN dépassait tous les ans de 7 à 8 % les taux d'intérêt, une rentabilité économique largement acceptable. BSN pouvait se

permettre de s'endetter parce que sa rentabilité d'exploitation était devenue élevée et stable dans le temps, et son portefeuille de produits était bien diversifié : l'effet de levier devait être très positif. Si la société, libre de toute contrainte au niveau du verre plat, voulait désormais croître fortement et financer sa croissance par de la dette pure, c'était une très bonne solution financière.

### *Une fausse piste*

Si l'intégralité de la croissance était financée par de la dette, le ratio d'endettement allait se remettre à croître, mais cette fois pour acheter des sociétés, profiter des restructurations potentielles d'un secteur encore largement ouvert, etc. Mais il faudrait encore convaincre le banquier de rajouter chaque mois de la dette. Or l'équipe en place souhaitait ne pas consacrer trop de temps à cela, elle avait envie d'une flexibilité stratégique majeure, de consacrer l'essentiel de son énergie à acheter des sociétés, à les restructurer, à identifier les synergies potentielles et les mettre en œuvre. Envisager une nouvelle augmentation du ratio d'endettement ne lui donnait pas cette flexibilité stratégique.

### **Fallait-il émettre des actions ?**

On pouvait envisager de lever des fonds propres, mais avec un *price earning* de six, c'est-à-dire qu'en fait on allait brader l'entreprise. Or la société avait à ce moment-là des résultats stables et tout à fait convenables, mais paradoxalement était sous-cotée par les marchés : est-ce qu'elle méritait cette absence de crédibilité boursière ? Certes une société qui sort d'une période difficile, d'un recentrage ou d'une reconversion stratégique très forte, est en général peu crédible et on attend de voir. Or, en 1983, ça faisait déjà dix ans que la fusion avec Gervais-Danone avait été opérée, que la société avait procédé à des acquisitions dans le domaine de l'agro-alimentaire, qu'elle était capable de les restructurer et de les gérer convenablement. En fait le *price earning* de six n'était absolument pas mérité et ça valait facilement douze ou treize. Il fallait reconstruire une crédibilité avant d'émettre des actions dont le *price earning* serait alors plus élevé. Du reste il faudrait émettre beaucoup d'actions pour ne lever que peu d'argent, donc diluer la société et risquer d'en perdre le contrôle en s'exposant à une OPA. En 1983, c'était une solution "financièrement absurde".

### **Fallait-il une solution médiane ?**

L'émission d'obligations convertibles en actions (OCA) pouvait constituer une solution médiane. Une obligation, c'est de la dette au départ, mais en cas de conversion, elle se transforme en fonds propres ; comme le titre était en hausse régulière, les investisseurs potentiels pouvaient estimer que l'obligation serait convertie dans de bonnes conditions et donc cela aurait pu très bien marcher.

Le seul problème c'est que le marché boursier a de la mémoire. On se souvenait de l'échec de l'OPE sous forme d'OCA en 1968-1969. En 1972 une émission avait déçu les porteurs car le cours n'avait pas évolué selon leurs espoirs. En 1975, puis en 1977 la société avait encore émis respectivement trois cent puis quatre cent millions de francs d'OCA, bref BSN avait un peu saturé le marché d'OCA et ses banquiers lui ont déconseillé d'avoir recours à cette solution.

### **Le choix final**

La recherche d'une flexibilité stratégique a été la première priorité : l'entreprise, même sous-évaluée, va émettre six cent cinquante mille actions pour disposer en 1983 de cinq cent millions de francs, ce qui n'est pas un montant considérable compte tenu des hypothèses de croissance, et ces fonds vont être utilisés rapidement. Mais une politique financière et en particulier la reconstitution d'une crédibilité boursière ne se fait pas en un jour et cette politique va être mise en œuvre d'une manière séquentielle. Il fallait faire connaître l'entreprise, il fallait que les investisseurs finissent par considérer BSN comme une bonne affaire ; il fallait donc commencer à émettre pour un montant relativement modeste, faire ainsi une sorte de campagne de marketing pour reconquérir de la crédibilité, afin de se permettre de lever ultérieurement de nouveau capitaux.

## **La crédibilité rétablie**

En 1983, le ratio d'endettement (*fig. 5*) continuait à baisser puisque la société venait de procéder à l'augmentation de son capital et c'était le début d'une période de forte croissance, avec quatre mille cinq cent millions de francs d'investissements en 1986 : le levier financier augmentait de nouveau, parce que les cinq cent millions ne suffisaient pas à financer cette croissance. Mais le cours du titre (*fig. 6*) bénéficiait à la fois d'une meilleure appréciation de BSN et d'un marché qui grimpait même pour les sociétés aux résultats moyens. Sa hausse était alors fabuleuse. Puisqu'il était encore possible d'acheter des sociétés, l'entreprise voulait sans attendre s'en donner les moyens stratégiques : il ne fallait pas laisser cette opportunité à d'autres.

En 1987 la société a procédé à une nouvelle augmentation de capital. Si le cours du titre était de mille cinq cents en 1982, il était de cinq mille en 1987, et le prix d'émission n'était plus de huit cents francs mais de trois mille cinq cents francs ; du fait de sa crédibilité renouvelée, la société pourra émettre non plus six cent cinquante mille actions pour lever cinq cent vingt-cinq millions de francs mais quatre cent cinquante mille actions pour mille cinq cent millions de francs.

## **La menace d'une OPA**

La médaille avait son revers. Comme BSN avait fait un certain nombre d'acquisitions payées en titres, et des augmentations de capital conséquentes en 1983 et en 1987, il y avait un grand nombre d'actions dispersées. Cette dilution lui faisait courir le risque d'une OPA. Un investisseur étranger, Philip Morris, qui disposait d'une trésorerie égale à la capitalisation boursière de BSN - il pouvait acheter BSN sans aller voir son banquier - réinvestissait à cette époque son impressionnant cash-flow dans l'agro-alimentaire. Or BSN était crédible, son *price earning* était monté à quinze, elle constituait une cible idéale : il y avait là une réelle menace.

Pour contrer cette menace, un certain nombre de dispositifs ont été mis en œuvre : échanges de participation avec d'autres sociétés, et création d'une société qui détenait des bons de souscription d'actions permettant de diluer 25 % du capital de BSN chez des investisseurs amis.

## **Un endettement à nouveau excessif**

À la fin de 1989 le cours du titre avait encore monté (*fig. 6*), mais le ratio d'endettement (*fig. 5*) avait atteint 0,86 suite à une série d'investissements financiers et industriels représentant un peu plus de 15 000 MF : le cash-flow disponible avant financement était très négatif, la société extrêmement endettée. Puisque le marché boursier était très favorable, il était rationnel de procéder à une nouvelle augmentation de capital par émission d'actions.

## **Une nouvelle émission d'OCA**

Or ce n'est pas ce qui allait se passer : pour éviter d'aggraver dans l'immédiat la dilution - conséquence inévitable d'une nouvelle émission d'actions -, l'entreprise a émis en 1990 des obligations convertibles en actions à neuf cents francs pour un montant initial de 3 300 MF. L'impact à court terme de cette émission sur le ratio d'endettement était nul - tant qu'une obligation n'est pas convertie c'est de la dette - mais la conversion devait produire ultérieurement des fonds propres. De plus, cette émission n'allait pas empêcher le marché d'anticiper la poursuite de la hausse du titre.

## **Une évolution remarquable**

Ce qu'on peut remarquer, c'est l'évolution de cette société qui :

- en 1983 émet six cent cinquante mille actions pour lever timidement cinq cent millions de francs afin de reconstruire son capital de crédibilité ;
- en 1987 met en œuvre de quoi éviter la perte de contrôle de l'entreprise et commence à profiter de ce capital de crédibilité ;

- en 1990 capitalise sur cet actif intangible qui est la solide crédibilité boursière de la firme.

En 1993 l'opération est réitérée pour 3 500 MF. Mais le groupe a pris une toute autre dimension. Dix ans plus tôt la firme s'affichait avec des ambitions de développement dans l'hexagone, mais en 1993 c'est la puissance mondiale des marques du groupe qui est visée. L'entreprise se veut résolument multinationale. Sa politique financière a été adaptée à cette évolution.

### Le Market to book

La mesure de la crédibilité d'une entreprise peut se faire avec un autre ratio : le *market to book* qui représente la valeur de marché des fonds propres, c'est-à-dire leur capitalisation boursière (nombre d'actions en circulation \* cours de bourse) divisée par la valeur comptable des fonds propres. Prenons un exemple : au bilan d'une société il y a en valeur comptable soixante d'actif économique, et au passif quarante de fonds propres et vingt de dettes ; supposons que le nombre total d'actions multiplié par le cours donne cinquante, cela signifie que l'actif économique est *de fait* valorisé 70 - les fonds propres c'est l'actif économique moins la dette - ce qui correspond à une création de richesse égale à dix.

Actif	Passif
<i>Outil industriel</i> 60 (70)	<i>Fonds propres</i> 40 (50)
	<i>Dettes</i> 20

figure 8

Dans ce cas-là, le *market to book*, égal à 50/40, est supérieur à 1. Quand le *market to book* est supérieur à 1, cela signifie qu'il y a eu création de richesse, on dit qu'il y a *goodwill*, l'entreprise est valorisée plus que son coût de mise en œuvre<sup>4</sup>. Si le *market to book* est inférieur à 1, le marché estime que l'entreprise vaut moins cher que les fonds qui ont été nécessaires pour la mise en œuvre de son actif économique, on dit qu'il y a *badwill*.

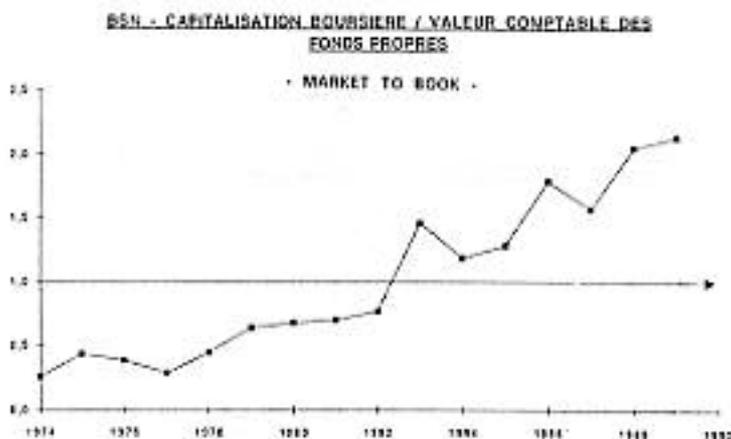


figure 9

<sup>4</sup> La Market Value - Added (MVA) est une mesure correspondant à un concept très voisin.

La courbe de ce ratio depuis 1974 (fig. 9) met en évidence que BSN était en situation de *badwill* jusqu'à mi-1982 après quoi le *market to book* non seulement passait en *goodwill* mais dépassait 2 en 1989. Dans le même temps d'ailleurs on constate que la rentabilité commerciale (fig. 1) a finalement bien progressé : après une période stable aux alentours de 3 % du chiffre d'affaires, de 1980 à 1986, ce fut l'envol de la rentabilité commerciale jusqu'en 1989.

### Les périodes de la crédibilité boursière de BSN

Quand deux courbes sont ainsi en croissance, il y a une tendance esthétique - mais risquée - à les superposer (fig. 10).

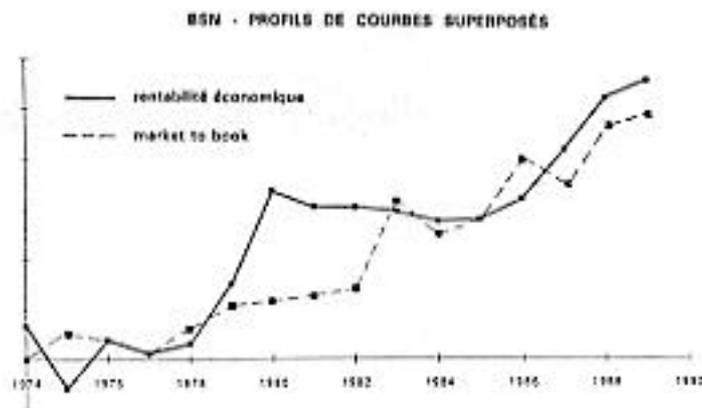


figure 10

On peut dire, mais très prudemment, qu'il y a trois périodes distinctes d'évolution de la crédibilité boursière. Jusqu'à 1979 BSN est en incertitude stratégique, elle a une faible crédibilité boursière. À partir de 1983 il y a croissance des résultats et croissance de la crédibilité. Mais entre 1979 et 1983, que se passe-t-il ? Le résultat net monte, il redevient absolument raisonnable avec 3,5 % du chiffre d'affaires, or la Bourse réagit de manière très attentiste. Pourquoi ? Eh bien les gens chargés de faire des recommandations à l'achat du titre vont regarder avec intérêt et sympathie l'amélioration des résultats de la société, mais ce n'est pas parce que les résultats s'améliorent depuis peu qu'ils vont se précipiter sur le titre en disant : "*c'est une star, il faut acheter*" ! Il faut du temps pour constituer une crédibilité : on peut la détruire en trois semaines, mais on ne la monte pas en six mois.

## DÉBAT

### D'utiles précisions

**Intervenant :** *Il y a deux sortes d'acteurs en Bourse : les joueurs qui font des coups à court terme et les investisseurs. Ne parle-t-ont pas surtout des investisseurs aujourd'hui ?*

**Dominique Jacquet :** Je me place effectivement dans une perspective longue ; il est vrai que des phénomènes un peu erratiques se produisent dans le court terme.

**Int. :** *J'aurais souhaité que vous fassiez davantage référence au contexte. Par exemple c'est bien de noter qu'une action est en train de monter ; mais si elles montent toutes, ce qui est intéressant c'est de savoir si elle monte plus ou moins que les autres. Il en est de même pour le PER<sup>5</sup> qui n'est pas le même aujourd'hui qu'il y a quelques années.*

<sup>5</sup> Price Earning Ratio

**D. J. :** Bien entendu tout cela est à resituer plus finement dans un contexte boursier plus général. Mais les grandes évolutions et les observations formulées restent valables indépendamment de ce contexte, dont la description aurait alourdi assez peu utilement ce court exposé.

**Int. :** *La société "Yahoo" n'existe que depuis deux ans, elle s'est introduite il y a quelques mois, elle n'a fait que des déficits. Comment expliquer qu'elle soit capitalisée trente fois, soit plusieurs milliards de dollars.*

**D. J. :** Genentech était capitalisée deux cent soixante dix fois ses résultats nets. La manière dont on évalue l'entreprise correspond à des anticipations sur le futur. On n'achète que du futur en Bourse, et le court terme est une des raisons pour lesquelles il peut y avoir un peu de sur-réactivité. Mais la Bourse réagit aussi à des effets de mode qui ne durent que le temps nécessaire au retour en force de la réalité économique.

### **Du temps pour être crédible**

**Int. :** *Dans un autre pays, les conditions de crédibilité auraient-elles été différentes ?*

**D. J. :** Vraisemblablement, parce que l'environnement politique était spécifique et une OPA venant des États-Unis était relativement inconcevable. Il est probable que la construction de crédibilité aura été un peu plus rapide sur le marché américain.

**Int. :** *Avec le système de bonus des assurances automobiles, il faut longtemps pour que la cote monte et dès le premier accroc ça descend très vite. Est-ce une bonne image de la crédibilité boursière ?*

**D. J. :** Dans la pratique, la crédibilité boursière et le *market to book* ne se réajustent pas très rapidement à la baisse : il y a un effet de frottement à la perte comme à la construction de la crédibilité. Mais la perte peut être très rapide quand par exemple, après avoir émis des obligations convertibles, le président d'un grand groupe industriel fait des déclarations qui se révèlent manifestement fausses quelques jours plus tard !

**Int. :** *Combien de temps faut-il normalement pour construire une crédibilité ?*

**D. J. :** Tout le monde sait bien qu'on peut manipuler les comptes en jouant sur les provisions, les politiques d'amortissement, etc., et sensiblement modifier le résultat d'une entreprise. Mais cela n'est possible que pour une courte période. Au bout de deux ou trois ans, la réalité économique refait surface et avec ou sans manipulation, si l'entreprise va mal ça finira par se remarquer.

### **Dividendes et actionnariat**

**Int. :** *Est-ce que la part de distribution de dividendes est une variable stratégique ?*

**D. J. :** Quand votre action vaut mille francs juste avant de verser un dividende de cent francs, elle vaut neuf cents francs juste après, et les cent francs vont être déclarés dans les revenus de l'actionnaire. Alors il y a des gens qui disent : verser des dividendes ou pas ça ne change pas grand chose. En fait, si vous versez 80 % de votre résultat net en dividendes il n'y aura que 20 % de résultats nets à réinvestir dans l'entreprise pour financer la croissance ; donc les sociétés à forte croissance ont assez naturellement des politiques de dividendes un peu avares. D'un autre côté, si vous versez un dividende à quelqu'un qui a un faible taux marginal d'imposition, son crédit fiscal est intéressant, mais s'il est imposé dans la tranche maximum, le poids fiscal est trop important. Donc la composition de l'actionnariat n'est pas indifférente à la politique de dividendes, c'est ce qu'on appelle l'effet de clientèle.

**Int. :** *Mais il y a aussi le choix du niveau d'autofinancement. Par exemple, tous les grands groupes alimentaires du monde distribuent 28 à 30 % de leurs résultats. Dans ce cas-là on ne peut distribuer ni 10 % ni 40 %. Cet élément joue pour cadrer la distribution de dividendes.*

### **Un témoignage vécu**

**Int.** (ex BSN) : *Puisqu'on achète du futur en Bourse, comment anticiper celui de BSN à la lumière de son passé ? En tant qu'informateur financier de la société à cette époque, j'ai moi-même accompagné l'exceptionnel effort d'Antoine Riboud et de Christian Laubie pour aboutir à la crédibilité commentée tout à l'heure : il n'y a pas de miracle, c'est avec le temps qu'on construit une image à condition de s'en donner les moyens. En 1982 j'étais très fier d'avoir vu deux investisseurs anglais dans le mois, mais en 1991 nous en recevions jusqu'à cinq par jour. Sans dialogue structuré avec les actionnaires pour les inciter à investir en confiance, l'histoire de BSN n'aurait pas eu lieu. Il faut être bien clair avec sa politique d'actionariat : certains décident d'avoir des actionnaires grand public, d'autres des actionnaires institutionnels, d'autres encore des amis. BSN a procédé par étapes successives : au début, l'actionariat était diversifié. Puis il a fallu sécuriser l'actionariat, bétonner un certain nombre de situations, parce que les groupes américains avaient repéré que la France redevenait extrêmement intéressante ; en tant que directeur de la communication de l'époque, j'ai dû expliquer la logique qui avait amené BSN à être propriétaire de titres dans... la chaussure ! Nous avons évidemment échangé des titres avec d'autres sociétés pour être moins vulnérables à une éventuelle OPA. Enfin, en 1990, dans une troisième étape - on n'en a pas parlé aujourd'hui - le titre BSN a été divisé par dix. Considérant son actionariat sécurisé et verrouillé, Antoine Riboud a ramené le titre à cinq cents francs environ - il en valait huit mille à l'époque - pour venir à une politique d'actionariat élargi. J'ai connu en 1978-1980 des assemblées générales BSN avec cinquante personnes, il y en a maintenant de sept cents à huit cents aux assemblées Danone. Tout cela a été fait par les mêmes hommes. Christian Laubie reste pour moi un maître et Antoine Riboud a été fascinant par sa capacité à changer de pied sans arrêt en maintenant le cap sur un axe prioritaire : son développement industriel vers l'alimentaire.*

*Mais aujourd'hui les choses sont très différentes, et on ne peut analyser cette période sans en rappeler le contexte : pas d'écrans Reuter dans les bureaux, pas d'investisseurs institutionnels étrangers. Par ailleurs il y a plusieurs types d'investisseurs à la Bourse, et leurs préoccupations sont très différentes : l'efficacité d'un gérant de Sicav en France est évaluée chaque semaine, le gestionnaire des fonds de l'UAP voit beaucoup plus loin.*

### **Crédibilité et capitaux internationaux**

**Int. :** *Est-ce que selon vous le fait de placer des titres auprès d'investisseurs internationaux a une importance et si oui, pourquoi ?*

**Int.** (ex-BSN) : *Le marché boursier de toute société d'un certain rang - même moyen - c'est au minimum l'Europe et c'est souvent le monde. Aujourd'hui le marché financier de Paris est détenu en moyenne à plus de 30 % par des investisseurs étrangers, certains groupes ayant jusqu'à 50 à 60 % de leur capital détenu par des étrangers. Les Américains investissent chaque année, hors des Etats-Unis, la valeur de la capitalisation boursière de la Bourse de Paris. Ce n'est pas un choix, c'est une nécessité d'aller à l'étranger et d'accueillir les investisseurs étrangers.*

**Int. :** *Comment se construit-on une crédibilité internationale ? Est-ce que les étrangers se font une opinion grâce aux professionnels de la place ou par contact direct ?*

**Int.** (ex-BSN) : *Depuis longtemps les investisseurs étrangers ont envie de rencontrer le management. Antoine Riboud est allé à New York, à Londres, à Edimbourg, à Zurich, pour séduire les investisseurs étrangers. La recette est toujours la même aujourd'hui et je pense que si un certain nombre de sociétés ont des comportements boursiers plus valorisants sur la Bourse de Paris ils le doivent aussi à cette politique d'aller vers l'investisseur. Je pense par exemple qu'avec une meilleure politique de communication avec ses investisseurs, Alcatel n'aurait pas perdu, il y a un peu plus d'un an, la moitié de sa valeur boursière en quelques semaines, quand le président de l'époque a clairement déçu le marché. Ou bien on se désintéresse de la valeur de son titre en bourse, ou bien on pense qu'il constitue une composante importante de l'entreprise.*

### **Vers le règne de la finance ?**

**Int. :** *Ne sommes-nous pas au début d'une crise ? Le marché s'internationalise, l'anonymat s'instaure, la personnalité de l'entreprise est beaucoup plus difficile à valoriser. La finance n'est-elle pas devenue prégnante au point que la stratégie industrielle serait désormais obligée de s'y adapter ? Et pour obtenir des fonds, il faut convaincre : ne sommes-nous pas à la merci du bon vouloir des financiers ?*

**Int. :** *Évidemment vous ne levez pas de fonds si vous êtes nul dans la gestion ou si vous n'avez pas de perspectives, donc il faut améliorer votre rentabilité. Ceci dit je ne partage pas complètement l'avis selon lequel la finance gouvernerait le monde.*

### **Cap Gemini Sogeti**

*Un résultat net incohérent*

**D. J. :** *Le cas de Cap Gemini Sogeti apporte quelques compléments intéressants. Cette société a d'abord très bien marché, un peu moins bien ces dernières années ; mais il est intéressant de remarquer certains décalages entre son résultat net et son résultat d'exploitation (fig. 11).*



Figure 11

Entre 1988 et 1992 le résultat de l'exploitation descend fortement mais le résultat net reste élevé. Même si l'outil industriel commence à émettre des signes de faiblesse qui se répercutent sur le résultat d'exploitation, il est toujours possible de montrer un beau résultat net. C'est pour cela d'ailleurs que les analystes financiers raisonnent de moins en moins sur le résultat net, mais sur le résultat d'exploitation. On voit alors des sociétés dont le résultat net est en hausse et dont le cours de bourse se met à baisser.

#### Des ratios troublants

Cap Gemini est dans un métier parfaitement intellectuel. Quand elle a été mise en Bourse elle était à onze fois ses fonds propres comptables, un *goodwill* intéressant. Mais depuis quelques

temps la société a quelques difficultés et la valeur du *market to book* peut être trompeuse : dans une société de conseil en informatique ou dans une SSII il n'y a pas d'outil de production classique, l'outil de production est dans la tête des gens. Par exemple en achetant Hoskyns, Cap Gemini a peut-être payé 2 500 MF mais le *goodwill* était de 2 000 MF. En fait la valeur boursière de l'entreprise n'a rien à voir avec sa valeur comptable et c'est là où précisément cette notion de *market to book* non retraitée peut s'avérer troublante : la rentabilité économique de Cap Gemini, en 1989 et en 1990, chute de moitié (de 24 à 12 %), ce qui fait supposer l'existence d'un problème opérationnel tout à fait considérable, alors que le résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires reste constant et égal à 10,5 ou 11 % ce qui suggère au contraire le calme plat ; le problème se situe dans la consolidation de l'actif économique de la société lorsqu'on introduit au dénominateur le *goodwill*, qui est une valeur de marché, alors que les autres ratios sont calculés sur des valeurs comptables. On peut mesurer la crédibilité par le *price earning*, ou par le *market to book* mais il faut savoir si le *goodwill* intervient ou non dans le calcul de ce ratio.

### *La priorité au contrôle de l'entreprise*

Jusqu'en 1991 Cap Gemini a conservé une assez bonne crédibilité avec un résultat net autour de 7 % de son chiffre d'affaires. La société a eu besoin de fonds assez régulièrement. La priorité n°1 de Serge Kampf était de conserver le contrôle de l'entreprise et pratiquement toutes ses émissions permettaient de retarder la dilution. Les fonds levés étaient du même ordre que ceux de BSN, à ceci près que la taille des entreprises était très différente : Cap Gemini avait en gros dix à douze milliards de chiffre d'affaires pendant la période considérée, contre cinquante à soixante-quinze milliards pour BSN. Mais en 1994 l'entreprise connaît de vraies difficultés dues à son résultat net de 1993, négatif de trois cents à quatre cents millions. Certes, tant qu'on est crédible on peut émettre des outils sophistiqués type OCA, OBSA, OBSAR (Obligations convertibles à bon de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons). Mais le jour où il faut remettre la compagnie sur pied, le marché n'accepte que des outils simples, clairs, et précis. Cap Gemini n'émet alors que des obligations et des actions pures et simples. La décision est également prise de simplifier le bilan. Tout cela a coûté à Serge Kampf la perte du contrôle de l'entreprise.

## **Des principes et des personnes**

**Int. :** *Quel est votre cursus, quelles sont vos sources, et comment ressentez-vous votre rôle ?*

**D. J. :** Après des études d'ingénieur puis l'INSEAD, j'ai travaillé dans deux multinationales américaines, puis dans un groupe français comme directeur administratif et financier. Ensuite je suis devenu maître de conférences puis professeur. Aujourd'hui je suis professeur à Nanterre et professeur visitant à l'Insead et au Cedep. Mon approche est autant celle d'un ancien responsable opérationnel financier que d'un enseignant un peu chercheur. Je travaille de manière assez empirique, en constatant avec beaucoup de prudence un certain nombre de choses. Je suis un peu effrayé par la tendance à mettre des mathématiques là où il s'agit de comportements individuels. Pour rédiger le cas de BSN dans un but pédagogique, mes sources ont été :

- les rapports annuels ;
- la lecture des journaux ;
- les nombreuses discussions avec des cadres de Danone.

Quant à mon rôle, j'essaie modestement de montrer que les financiers ont un amour immodéré de leur métier qui les amène à le dissimuler aux autres. En pratique, j'essaie de faire comprendre qu'en finance il y a une dizaine de principes fondamentaux - la difficulté c'est d'être capable d'ouvrir le bon tiroir pour expliquer les choses - et que derrière cela, il y a des personnes, une réalité sociologique et psychologique, plutôt que de simples équations mathématiques.

Diffusion décembre 1996