

L'IMPACT DE LA STRUCTURE FINANCIERE SUR LES DECISIONS STRATEGIQUES : LE CAS DU NEGOCE DE VIN BOURGUIGNON*

Olivier Saulpic[#] & Hervé Tanguy[◇]

Résumé

Nous montrons au travers du cas du négoce de vin bourguignon que l'influence de la structure financière sur les décisions (théorie financière moderne) repose implicitement sur des mesures de la performance. Si ces mesures sont inadaptées, les effets positifs attendus sont annulés. Cela nous conduit à poser la question de l'utilisation des outils de pilotage internes dans les relations avec les apporteurs de capitaux.

Mots clés : Structure financière, pilotage, mesure de la performance, incitations.

Abstract

Through the case of burgundy wine merchants, we show that the influence of the financial structure on decisions is implicitly based on performance measures. If these measures are inaccurate, positive effects are cancelled. This leads us to ask the question of the use of internal control instruments in the relationships with funds providers.

Keywords: Financial structure, control, performance measures, incentives

*Ce travail a été initié par un étude demandée par l'Onivins et a également bénéficié du soutien de la FNEGE.

[#] ESCP-EAP et Laboratoire d'Econométrie de l'Ecole Polytechnique, 79, av. de la République 75011 Paris, email : saulpic@escp.fr, tél : 01 49 23 20 56.

[◇] INRA et Laboratoire d'Econométrie de l'Ecole Polytechnique, 1 rue Descartes, 75005 Paris, email : tanguy@poly.polytechnique.fr, tél : 01 55 55 82 81.

Introduction

La théorie financière moderne s'est développée pour expliquer la contradiction entre le théorème de Modigliani-Miller sur la neutralité de la structure financière sur la valeur de l'entreprise et les observations empiriques de structures financières types. Elle repose notamment sur l'existence de problèmes d'agence entre les différents bailleurs de fonds d'une part, et entre ces bailleurs de fonds et le dirigeant d'autre part (Jensen & Meckling 1976). Cette théorie présente la structure financière comme un moyen de résoudre ces problèmes d'agence ; cela en fait un des instruments du pilotage des entreprises.

Les développements de cette théorie ont conduit à des recommandations en termes de structure financière optimale : rôle positif de la dette (Jensen 1986, Aghion et Bolton 1992), du marché financier (Scharfstein 1988, Holmström & Tirole 1993). L'objectif de cet article est de montrer que ces recommandations reposent sur des hypothèses implicites sur le critère de mesure de la performance de l'entreprise. Si ces hypothèses ne sont pas adaptées au secteur ou à l'entreprise, les recommandations de la théorie ne sont plus valides.

Pour cela, nous nous appuyons sur une étude empirique du secteur du négoce de vin de bourgogne¹. Dans ce secteur se pose la question stratégique suivante : alors que la rentabilité du secteur est faible bien que les produits disposent d'une très forte notoriété et ce dans un univers concurrentiel désormais mondial, pourquoi n'observe-t-on pas la création de groupes de taille importante valorisant une image de marque ?

Le métier de négoce de vin de haut de gamme est caractérisé par l'existence d'importants problèmes d'agence en raison de relations très personnalisées avec les fournisseurs et les clients, de la difficulté à apprécier la qualité des produits et de variations des résultats financiers en raison des cycles économiques.

Selon la théorie, la structure financière peut permettre de limiter ces problèmes d'agence. L'analyse du négoce de vins bourguignon permet de montrer qu'aucune structure financière ne semble en mesure de résoudre le problème d'agence qui découlerait de la création d'un groupe de taille importante cherchant à valoriser une image de qualité. De plus, elle permet de conforter l'hypothèse que cela provient de l'inadaptation des mesures de la performance sur lesquelles reposent les incitations associées à ces structures.

Pour compenser les limites de la structure financière, il convient alors de s'intéresser aux outils interne de mesure de la performance. Sur le plan théorique, cela conduit à s'orienter vers un examen de l'articulation entre la structure financière, notamment le rôle du marché (outil de pilotage externe) et les outils de mesure de la performance (outil de pilotage interne) pour résoudre les problèmes de contrôle. Sur le plan pratique, cela incite à la recherche d'un mode de pilotage intermédiaire entre des incitations fondées sur une mesure " objective " de la performance et l'intervention directe dans les décisions.

Ce papier est construit ainsi : dans la partie suivante (1.), nous présentons le secteur du négoce de vin bourguignon ainsi que les questions qui se posent quant aux stratégies suivies par les négociants. Nous examinons ensuite comment les solutions proposées par la théorie financière au problème de pilotage pourraient permettre de résoudre ces questions stratégiques

¹ Cette étude a été réalisée à la demande de l'Onivins (Office National des Vins) dans le but d'éclairer ses choix en matière d'aide financière à la profession.

(2.). Nous concluons en mettant en évidence certaines hypothèses implicites de la théorie financière et l'importance des instruments de mesure "interne" de la performance.

1 Le cas du négoce de vin bourguignon

1.1 Caractéristiques du négoce bourguignon

De manière générale, la structure verticale de la filière viti-vinicole est caractérisée par :

- une production assurée par nombre important de producteurs de raisin qui détiennent collectivement une part très significative des terres,
- une commercialisation assurée soit par des coopératives, soit par des négociants la plupart du temps spécialisés sur une région en relativement grand nombre (faible concentration).

Le terme de négociant cache une forte diversité de métiers. Ces métiers ne se réduisent pas en général à des opérations d'achat et de revente, mais comportent une dimension industrielle. En effet, on peut schématiquement distinguer cinq stades d'élaboration du vin :

- le *raisin*,
- qui est transformé en *moût* par une opération de pressurage (pour les vins blancs) ;
- le *vin non encore vieilli* provient de la vinification de ces moûts ou de ces raisins ;
- on procède alors à des assemblages de différentes cuves de vin pour obtenir la qualité souhaitée et le vin est alors élevé en cuve inox ou en barriques (vieillessement) pour donner un produit fini en vrac (*vin en vrac*),
- qui est alors mis en bouteille (*vin en bouteille*).

Si le négociant détient toujours l'accès au marché final, il peut être plus ou moins intégré, c'est à dire soit produire du raisin, soit acheter de la matière à chacun des cinq stades précédents.

Lorsque l'élevage est intégré, le métier de négociant est donc caractérisé par un important décalage entre achat de matière et vente du produit qui se traduit par des niveaux de stock élevés.

Par ailleurs, le secteur est caractérisé par :

- de fortes variations sur la qualité de la matière première liées notamment aux aléas climatiques,
- de fortes variations sur les prix, tant de la matière que du produit fini.

1.2 Enquête sur les entreprises de négoce bourguignon

Nous avons réalisé des études de cas sur dix entreprises de Bourgogne ayant des stratégies et des structures financières variées. Les chiffres d'affaires cumulés de ces entreprises représentent 25 % du chiffre d'affaires des entreprises adhérentes des différents syndicats de négociants de grand Bourgogne¹ et près de 50 % du chiffre d'affaires des entreprises de Bourgogne. Ces monographies ont été réalisées à partir :

- d'un questionnaire portant sur des données permettant de caractériser la stratégie (gamme, intégration, distribution...) et la structure financière (cf. annexe 2),
- d'entretiens avec les responsables des entreprises concernées,

¹ La grande Bourgogne comprend la Bourgogne, le Beaujolais et le Mâconnais.

- et d'une analyse financière sur les exercices 90 à 97 réalisée à partir des données d'une centrale de bilan spécialisée¹. La période étudiée correspond à un cycle économique du secteur. L'analyse sur cette période permet donc de limiter l'impact des variations de performance d'une année sur l'autre liées à ce cycle et au positionnement de l'entreprise².

Par ailleurs, compte tenu de notre question initiale sur la structure financière, nous avons réalisé l'analyse financière sur les exercices 90 à 97 de 14 autres entreprises afin de disposer de données plus significatives pour évaluer la performance actuelle du secteur et étudier le lien endettement - performance. Le chiffre d'affaires cumulé des 24 entreprises étudiées représente 45% du chiffre d'affaires des entreprises adhérentes des différents syndicats de négociants de grande Bourgogne.

Nous présentons tout d'abord les caractéristiques générales des entreprises étudiées et une évaluation de la rentabilité du secteur élaborée à partir des analyses financières des 24 entreprises (1.1.1.). Nous présentons ensuite les deux stratégies types susceptibles de créer de la valeur qui ressortent des 10 études de cas (1.2.2.).

1.2.1 Caractéristiques générales des entreprises étudiées

Les entreprises sont de petite taille. La moyenne du CA sur la période 90-97 des entreprises étudiées est de 135 MF et seules 2 entreprises ont un CA supérieur à 500 MF.

Leur actionnariat est essentiellement familial. En effet, sur 24 entreprises étudiées, 21 ont un actionnariat majoritairement familial. Ces entreprises sont dirigées par un membre de la famille propriétaire qui en détient le plus souvent la majorité. Les trois autres ont une structure spécifique, avec un actionnariat externe, mais des liens forts existent entre la famille fondatrice dont est issue le dirigeant et les actionnaires. L'une d'entre elle est détenue par son distributeur le plus important à l'export dans une optique de portage ; la deuxième est détenue par les actionnaires de son distributeur américain qui entretient des relations personnelles de longue date avec le dirigeant ; la troisième est détenue par un groupe financier mais constitue un investissement mineur lié à des relations locales entre les dirigeants des deux entreprises. Seules deux entreprises sont cotées et leur flottant ne dépasse pas 20 %.

Sur le plan de la rentabilité, on constate que si certaines entreprises sont fortement créatrices de valeur (ROI moyen³ supérieur à 10 %), la rentabilité moyenne du secteur est faible puisque le ROI moyen des entreprises étudiées est d'environ 5,5 %. Compte tenu de la définition retenue, ce taux de rentabilité doit être comparé au coût moyen pondéré du capital de l'ensemble des entreprises étudiées. Il est bien sûr difficile de calculer ce coût. Néanmoins, on peut faire un calcul approximatif à partir de la rentabilité réelle des fonds propres d'entreprises cotées, du coût de la dette sur la période et d'une structure financière moyenne. L'indice boursier SM (second marché)⁴ a progressé de 8,9% par an en moyenne entre 90 et

¹ Centrale de bilan d'EGVF (Entreprises et Grands Vins de France).

² En effet, le cycle économique se traduit par des variations des performances financières annuelles qui dépendent notamment de la gamme de produit (les variations de cours étant différentes selon les produits) et des réseaux de distribution (plus ou moins adaptés à la répercussion des variations de cours de matière sur les prix du produit fini).

³ Le ROI moyen est obtenu en calculant le ROI pour une entreprise fictive constituée de l'agrégation des entreprises étudiées. La définition du ROI retenue ici est donnée en annexe 1.

⁴ Nous faisons référence à cet indice car la plupart des entreprises de négoce de vin cotées le sont sur le second marché.

97¹ ; sur cette période, le coût moyen de la dette peut être fixé à 7,5 % soit environ 5% après impôt. En considérant une structure financière comportant 60 % de fonds propres et 40 % de dettes, on obtient un coût moyen pondéré du capital de 7,4%.

La rentabilité de 5,5% correspond donc à une destruction de valeur, mais est suffisante pour permettre la pérennité à court terme des entreprises, ce qui est conforme au fait qu'il n'y pas eu de restructurations financières majeures dans le secteur sur la période considérée.

1.2.2 Deux stratégies types

Les 10 études de cas détaillées ont permis de faire émerger un nombre réduit d'indicateurs (10) permettant d'avancer significativement dans la caractérisation des stratégies des entreprises bourguignonnes (cf. tableau 1) :

Ces données sont complétées par une analyse de la performance économique sur 8 ans synthétisée par le ROI moyen sur cette période.

Pour les entreprises étudiées, les résultats mesurés sont donnés dans le tableau suivant :

	Vin	Région	Domaine	% hdg vinifié	% hdg Vol.	CA .	Marque	Export	GMS/Fce	KP/CI	Actionnariat	ROI moyen
1	80%	45%	2%	15%	8%	17%	25%	25%	40%	81%	DP	10,2%
2	100%	83%	4%	12%	20%	40%	100%	90%	0%	20%	DP	3,9%
3	100%	100%	8%	25%	17%	39%	100%	85%	0%	106%	Autre	10,8%
4	100%	81%	30%	50%	25%	45%	27%	40%	67%	17%	DP	14,0%
5	80%	75%	2%	10%	10%	20%	10%	68%	39%	53%	DP + Autre	5,9%
6	100%	68%	0%	5%	29%	54%	50%	66%	44%	37%	DP	8,3%
7	100%	100%	7%	20%	35%	55%	100%	80%	0%	6%	Autre	3,0%
8	100%	70%	3%	15%	20%	35%	60%	25%	70%	54%	DP	4,5%
9	100%	49%	6%	17%	16%	43%	70%	80%	11%	32%	DP + Autre	4,7%
10	100%	76%	8%	27%	20%	45%	49%	43%	78%	17%	Autre	2,1%
Vin : CA vin / CA total												
Région : volume vins de bourgogne / volume total vin												
Domaines : volumes de production des domaines / consommations totales												
% hdg vinifié : volume haut de gamme vinifié / volume total												
% hdg CA : CA vins haut de gamme / CA vin												
% hdg vol : volume vins haut de gamme / volume vin												
Marque : % des ventes en volumes de la signature la plus importante												
Export : CA export / CA total												
GMS/Fce : CA GMS / CA France												
KP/CI : capitaux propres / capitaux investis												
Actionnariat DP : dirigeant propriétaire												
Autre : entreprise, financier, public... Pour des raisons de confidentialité, cette rubrique n'est pas détaillée												
ROI moyen : voir définition en annexe 1												

Tableau 1 : synthèse des résultats des études de cas

A partir de l'analyse de ces données, il nous semble pertinent de positionner les négociants en fonction de trois ensembles de critères capturant au mieux les choix stratégiques et les contraintes financières auxquels font face ces entreprises.

1) le moteur de la croissance : l'objectif est-il de faire de la " spéculation " sur les produits, essentiellement haut de gamme ? Une telle politique de spéculation est rendue possible par les variations de cours importantes selon les années (cf. 1.1.), et les variations de qualités entre les millésimes. Elle repose sur une optimisation de la politique d'achat par le choix des crus et donc de la gamme, et de mise en marché en adaptant la durée de vieillissement des vins avant la vente aux conditions de marché. La croissance est alors interne. Elle résulte du succès de

¹ La référence à cet indice revient à négliger les dividendes versés au cours de la période, et donc à minorer la rentabilité réelle des titres correspondant.

cette politique et se fait par réinvestissement des cash flows générés, soit en achat de matière, soit en allongeant la durée de stockage.

Ou s'agit-il d'augmenter systématiquement les parts de marchés à l'achat ? Cet objectif peut alors être atteint soit par croissance "externe" obtenue par acquisitions et (i) visant à compléter et étendre la zone d'approvisionnement et les marchés accessibles ou bien (ii) permettant de poursuivre une politique ambitieuse de spéculation (l'actif stratégique majeur des entreprises achetées se résume alors au stock détenu), soit par achats de domaines, soit par une politique d'augmentation systématique des parts de marché à l'achat en mettant au second plan le cours et la qualité.

2) la géographie des flux approvisionnement / commercialisation : il s'agit ici de repérer l'univers concurrentiel de l'entreprise et le potentiel de profit associé aux éventuelles barrières à l'entrée sur les segments choisis pour l'approvisionnement et la distribution. On distinguera par exemple des entreprises positionnées sur des niches de proximité (approvisionnement et distribution régionale), des entreprises focalisées sur leurs relations privilégiées avec le vignoble régional mais commercialement ouvertes au niveau national et international, enfin des entreprises s'approvisionnant pour une part substantielle hors de leur région d'origine et valorisant ainsi leurs investissements commerciaux à l'export.

3) la localisation de la marge sur la chaîne production - distribution : plusieurs choix sont en effet possibles entre d'un côté une orientation privilégiant l'optimisation des coûts industriels et logistiques et, de l'autre, la recherche d'une prime sur les tarifs associée à la promotion d'une marque ou d'une signature.

La première orientation (optimisation industrielle du stockage, embouteillage et transport) plaide pour un regroupement des sites de stockage-embouteillage, un nombre réduit de conditionnements et de circuits de distribution (dont une part GMS France significative qui facilite d'une part l'augmentation des volumes traités et de la vitesse de rotation et, d'autre part, la diminution des coûts de transport), une signalisation du produit reposant essentiellement sur le système réglementaire (AOC, VdP...).

La seconde (en Bourgogne) requiert la construction d'une image de prestige nécessitant une part significative d'élevage de vins haut de gamme (villages, premiers et grands crus), la possession d'un domaine (qui garantit, au-delà de l'image véhiculée, un minimum d'approvisionnement dans ces catégories de vins) et la création d'une gamme large d'appellations (voire de vins de pays) bénéficiant de l'effet prix procuré par la notoriété de la signature. En France, les circuits traditionnels sont alors privilégiés.

A partir de ces trois leviers d'action, il est possible de déterminer deux stratégies types a priori cohérentes et potentiellement performantes :

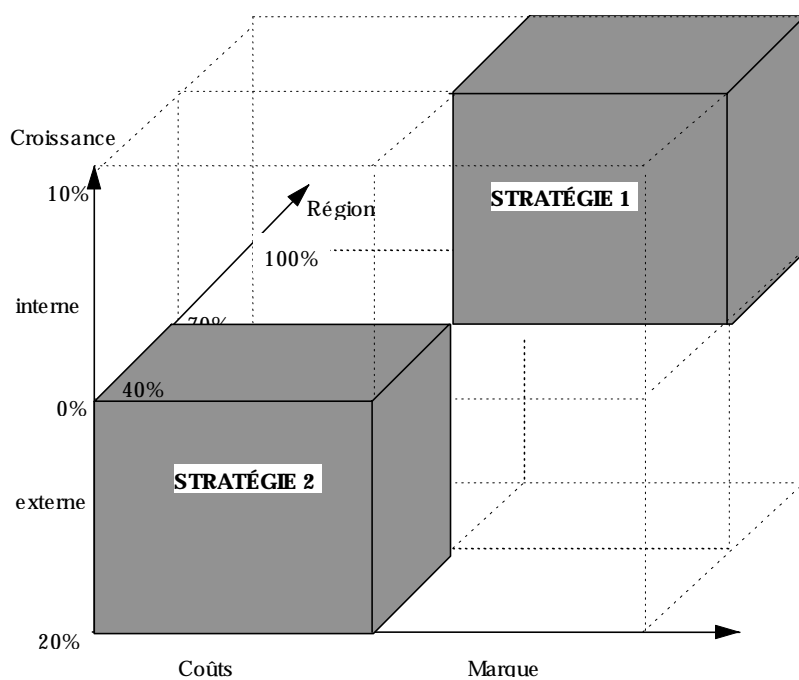


Figure 1 : stratégies types

Première stratégie type

La première stratégie a priori cohérente est une stratégie de croissance interne fondée sur un ancrage régional fort autorisant des politiques d’achat modulées selon les cours et la qualité des millésimes (spéculation)¹.

L’ancrage régional semble nécessaire à une telle stratégie puisqu’il permet de développer une signature synonyme de qualité en s’appuyant sur la notoriété des crus bourguignons d’une part, et garantit une bonne connaissance du marché à l’approvisionnement, condition nécessaire à une spéculation réussie d’autre part. La valorisation des produits est assurée par la promotion internationale d’une signature qui en outre permet l’évolution de la gamme d’appellations bourguignonnes offertes au gré de la conjoncture (nous n’avons plus cette année d’Auxey-Duresse mais nous pouvons vous proposer un Pernand Vergelesse, toujours signé XXX et élevé dans le même style).

L’existence de telles politiques de “spéculation” est confirmée par les fortes variations d’achats d’une année sur l’autre. A titre d’exemple, les achats sur l’appellation Chablis d’un des négociants que nous avons étudiés ont fluctué de 20% à 160% de la moyenne des achats sur la période et ceux de Gevrey-Chambertin de 30% à 250%.

Cette stratégie n’est cohérente que dans le cadre d’un système d’appellation et pour des appellations à forte notoriété.

Deuxième stratégie type

La deuxième stratégie est une stratégie de croissance délibérée. Qu’elle se fasse par acquisition de concurrents en difficulté dans la période “crise” du cycle afin de bénéficier de stocks à bas prix et d’une part de marché à l’achat ou par achat de domaines ou encore par une politique agressive d’achats de raisin ou de moûts, elle est tributaire des opportunités d’acquisition et ne permet pas le choix dans les catégories de vin. C’est ce qui peut justifier la

¹ Une stratégie fondée sur un ancrage et une distribution régionales ne se justifie que grâce à des frais de distribution faibles associés à une absence d’intermédiaires. Elle ne peut concerner que de très petites entreprises.

recherche de sources d'approvisionnements hors région d'origine. Cette stratégie vise à la réalisation d'économies d'échelle en production sous réserve de rationaliser les différents sites industriels acquis et à accroître le pouvoir de négociation vis à vis des distributeurs. Il est donc cohérent qu'elle s'accompagne d'une politique de distribution faisant une part importante aux GMS. En outre, elle véhicule initialement une multiplicité d'images de marque correspondant aux différentes sociétés acquises. Compte tenu de la priorité à la croissance, il est difficile, dans un premier temps, de créer une signature forte, puisque cela nécessiteraient de détourner les capacités financières de l'investissement en croissance.

En représentant les 10 entreprises de l'échantillon sur ces trois axes et en rappelant leur performance, on obtient le schéma suivant :

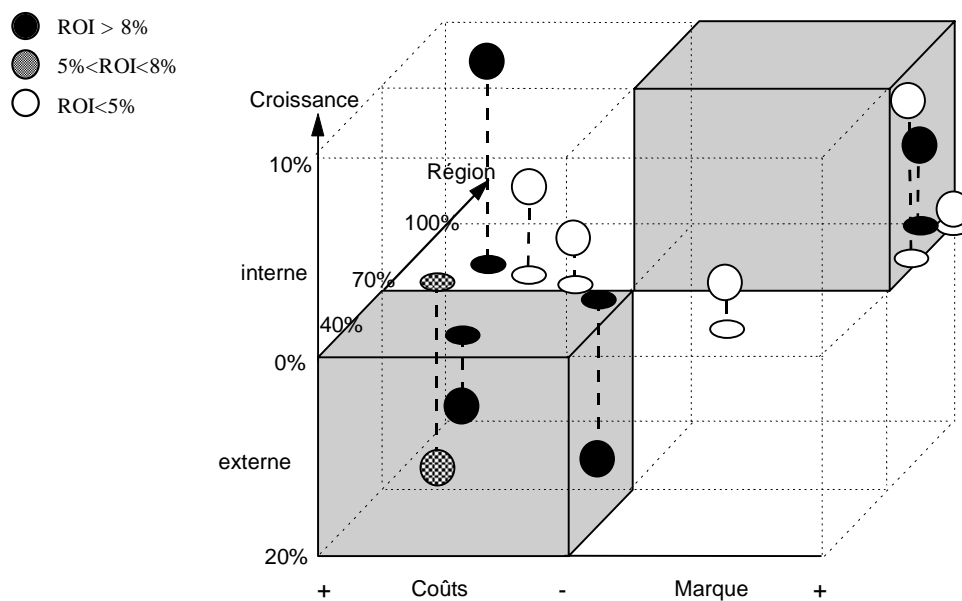


Figure 2 : positionnement stratégique des 10 entreprises ayant fait l'objet d'une étude de cas

Le positionnement des entreprises sur l'axe Coûts - Marque résulte essentiellement de la combinaison de deux critères (% GMS en France, % de la gamme vendue sous la marque la plus prestigieuse), position modulée par des informations issues des entretiens (coûts industriels, prix des appellations régionales signées).

L'axe " Région " mesure la part d'approvisionnement en Bourgogne.

Sur l'axe " croissance ", les entreprises sont classées selon que leur développement s'est fait par rachat d'entreprises et/ou acquisition de vignobles ou simplement par développement interne. Ce classement a été déterminé grâce aux informations qualitatives recueillies au cours des entretiens. Dans chacun des cas, la distance au plan médian représente le taux moyen de croissance sur la période 90 - 97.

En premier lieu, on remarque que les entreprises dont le positionnement stratégique ne correspond à aucune des deux stratégies types présentées ci-dessus ont une faible rentabilité, à l'exception d'une entreprise. Cette entreprise peut être considérée comme un cas particulier en raison de sa taille qui la rend assimilable à un producteur vendant sa production et qui se serait développé en assurant la commercialisation de la production de quelques confrères. Ce cas ne peut donc représenter un exemple pour le négoce, mais il montre qu'il peut être attractif pour des vignerons de s'organiser à petite échelle pour vendre directement leur vin.

En second lieu, on note que les entreprises qui suivent une stratégie de croissance externe ont une bonne rentabilité, alors que la situation des entreprises suivant une stratégie de croissance interne semble plus difficile à analyser. Pour affiner ce commentaire, nous avons

étudié la rentabilité sur les périodes 90-93 et 94-97. Il en ressort que la rentabilité des entreprises poursuivant une stratégie de croissance externe semble marquer le pas. A l'inverse, la rentabilité d'une entreprise suivant une stratégie de croissance interne s'est fortement améliorée.

1.3 Questions

Les deux stratégies types ne semblent pas incohérentes entre elles ; il vient naturellement à l'esprit de combiner une stratégie de création d'image soutenue et rentabilisée par une spéculation réussie et une stratégie de croissance externe permettant de valoriser cette image sur une gamme importante.

Des tentatives vont dans ce sens et tendent à démontrer la pertinence d'une telle orientation. Ainsi, Latour produit un vin de cépage (Chardonay) en Ardèche signé Latour dont le prix de vente final est 50% supérieur au prix de vente des produits équivalents non signés.

Mais, de façon générale, on observe que les entreprises à forte image de marque sont de faible taille et ont une croissance faible voire nulle (en moyenne 2% pour les entreprises étudiées). Ainsi, on est surpris de constater qu'une entreprise comme Jadot dont la notoriété est très forte à l'étranger ne réalise qu'un chiffre d'affaires total de 250 MF.

De même, on observe que les entreprises qui ont une stratégie de croissance externe forte sont celles qui initialement ont une image faible et peinent à développer une signature. Il paraîtrait plus naturel que les rachats de concurrents, souvent en difficulté, soient le fait d'entreprises dont l'image est forte, qui s'appuieraient sur cette image pour lever les capitaux nécessaires et redresser leur cible de rentabilité.

Cette observation est d'autant plus surprenante que, d'une part la rentabilité du secteur ne semble pas très forte et d'autre part la notoriété internationale de la Bourgogne conduit à penser qu'il existe un réel potentiel de création de valeur. Le marché des vins de haute qualité est en effet suffisamment rémunérateur pour permettre de valoriser la bouteille de champagne à 80 F¹ alors que la bouteille de bourgogne rouge est à 35 F. Les vins étrangers comparables tant blancs que rouges sont mêmes vendus à des prix plus élevés que les bourgognes (prix moyen des pinots noirs étrangers supérieur de 10 % à ceux du Bourgogne générique sur le marché anglais ; prix des chardonnays en provenance des USA, d'Australie ou d'Afrique du Sud supérieurs de 4 à 6% au prix des Bourgognes²). Le marché est, de plus, suffisamment porteur pour que les vins chiliens, en partant de rien, réalisent un chiffre d'affaires d'environ 4 milliards de francs avec des prix rarement inférieurs à 50 FF / bouteille allant jusqu'à 500 FF / bouteille.

En outre, cette question a une acuité particulière dans un contexte de concurrence élargie dans lequel de nouveaux acteurs qui évoluent avec des contraintes différentes constituent une menace pour les entreprises bourguignonnes, notamment celles poursuivant une stratégie de croissance "interne".

Or l'exemple de la Champagne, structurée autour de groupes importants comme LVMH tend à penser qu'il n'est pas impossible de viser conjointement une forte notoriété supportée par une politique de qualité et la recherche de volumes importants.

1.4 Eléments de diagnostic

¹ prix moyen en GMS

² Source : P.E.E. de l'ambassade de France à Londres.

Suivre une stratégie “ mixte ” nécessite des capitaux externes. Or les intérêts entre les apporteurs de capitaux externes et le dirigeant ne sont pas nécessairement les mêmes. En outre, le dirigeant dispose d'informations sur son action dont ne disposent pas les apporteurs de capitaux. Les conflits qui résultent de cette situation sont appelés problèmes d'agence ; ces problèmes sont particulièrement importants dans le négoce de vin bourguignon :

- les relations avec les fournisseurs (cf. schéma des relations verticales) sont très personnalisées et peu formalisées. Elles reposent sur la confiance. Or ces relations sont essentielles dans un contexte où les appellations appartiennent essentiellement au vignoble et où il existe une forme de rationnement pour les grands crus lié à leur rareté.
- les relations avec certains clients sont aussi très personnalisées : les clients sont vis à vis des négociants dans une position similaire à celle des négociants vis à vis des producteurs (offre très fragmentée, difficulté d'évaluation de la qualité...).
- la qualité des produits est difficile à évaluer. Cela pose notamment un problème d'évaluation des stocks qui constituent la part la plus importante de l'actif des entreprises de négoce (jusqu'à 70 %)
- compte tenu des cycles et des décalages entre achats et ventes liés au vieillissement pour les produits haut de gamme, on observe des variations importantes des résultats financiers d'un exercice à l'autre.

L'acuité de ces problèmes est particulièrement forte lorsque les produits sont haut de gamme (durées de vieillissement, variation des cours, relation avec les fournisseurs...). Or la stratégie “ mixte ” proposée repose sur la notoriété et donc le haut de gamme.

Il y a donc des raisons structurelles à la difficulté de mettre en place une telle stratégie. La théorie financière moderne suggère que la structure financière puisse être utilisée pour atténuer ces problèmes d'agence. Dans la partie suivante, nous étudions la pertinence des solutions en termes de structure financière proposées par cette théorie dans le cas du négoce de vins bourguignon.

2 Analyse de la structure financière

La théorie financière moderne s'est développée pour expliquer la contradiction entre le théorème de Modigliani-Miller sur la neutralité de la structure financière sur la valeur de l'entreprise et les observations empiriques de structures financières types. Elle repose notamment sur l'existence de problèmes d'agence :

- entre actionnaire et dirigeant : les managers peuvent avoir des intérêts propres qui les conduisent à engager des dépenses qui augmentent leur utilité sans augmenter la valeur de l'entreprise (Jensen & Meckling 1976). En particulier, ils peuvent poursuivre un objectif de construction “ d'empires ” qui leur procurerait un pouvoir important (Jensen 1986, Stulz 1990) ou engager des dépenses dans le but d'éviter la liquidation de leur société qui se traduirait par la perte de leur poste (Harris & Raviv 1990).
- entre actionnaires et prêteurs : ce conflit est lié à la responsabilité limitée des actionnaires, c'est à dire au fait qu'en cas de faillite leur perte est limitée à leurs apports, alors que leurs gains sont illimités.

L'objectif de la théorie financière moderne est de proposer une structure financière qui permette de limiter au maximum les coûts d'agence associés à ces problèmes. Nous examinons dans cette partie les solutions proposées par cette théorie à la résolution des

problèmes d'agence dans le cas du négoce de vins bourguignon au travers de la dette (2.1) et de la cotation d'une fraction du capital sur le marché (2.2)¹.

¹ La théorie traite d'autres dimensions de la structure financières qui sont moins pertinentes pour étudier le cas présenté : sur l'influence de la concentration du capital non détenu par le manager (voir Burkart & al. 1998, Grossman & Hart 1980, Holmström & Tirole 1993, Shleifer & Vishny 1986) ; sur la question du conseil d'administration, voir Charreaux & Pitol-Belin 1990 ; Sur celle de la politique de dividende, sur laquelle S. Myers estime qu'il n'existe pas de bonne théorie (Journal of Applied Corporate Finance 1998), voir, par exemple, Milgrom & Roberts (1992).

2.1 Dette

Selon la théorie de l'agence, le niveau optimal de la dette résulterait de l'équilibre entre ses conséquences positives et négatives sur les coûts d'agence provenant des divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeant d'une part et entre actionnaires et banquiers d'autre part¹.

Outre son coût faible en raison de la déductibilité fiscale des frais financiers, on peut mettre en avant deux principaux avantages de la dette² :

1. La dette permet de limiter la dilution du manager actionnaire.

Dans leur article séminal, Jensen & Meckling (1976) avancent que la dette permet d'éviter l'appel à des fonds propres externes et donc de limiter les coûts d'agence associés à la présence d'un actionnaire non dirigeant. Leur analyse repose sur l'hypothèse que les coûts d'agence associés à la dette sont plus faibles que ceux associés à l'ouverture du capital.

Sans se fonder sur l'existence d'un problème d'agence, le modèle d'Aghion & Bolton (1992) apporte une justification proche à l'utilisation de la dette. Il se place dans le cas du contrôle d'une société par une famille qui attache de la valeur au maintien de ce contrôle familial. Dans ce contexte, l'avantage de la dette est de préserver la valeur associée au contrôle par le manager. En contrepartie, en sus d'ouvrir des opportunités de développement, la dette augmente le risque de faillite et in fine de perte de contrôle.

Dans le cas du négoce bourguignon, on constate que l'ensemble des entreprises étudiées ont recours à des financements externes ce qui justifie de s'intéresser aux éléments de structure financière comme la dette ou les capitaux propres externes pour en étudier les avantages et les inconvénients³.

Le capital des entreprises étudiées est généralement contrôlé par la famille fondatrice et dans le cas contraire, la perte de contrôle est associée à la nécessité de redresser une situation financière très dégradée. Il semblerait donc que la dette présente un avantage sur l'ouverture du capital. En cohérence avec la théorie, cet avantage serait lié soit à des coûts d'agence plus faibles, soit à l'existence d'une valeur associée au contrôle par la famille fondatrice qui pourrait s'expliquer par le statut que procure le fait de diriger une entreprise de vin ou la possibilité d'exercer une passion (la plupart des dirigeants actionnaires participent aux phases nobles de l'élaboration du vin).

2. La dette permet de limiter le cash flow disponible.

En second lieu, la dette limite le cash flow disponible ce qui permet d'éviter que le manager ne réalise des dépenses qui augmenteraient son utilité sans augmenter celle des

¹ D'autres travaux sont fondées sur la possibilité de signaler une information au travers de l'émission de dette ou de capital (voir Brennan & Kraus 1987, Constantinides & Grundy 1989, Leland & Pyle 1977, Myers & Majluf 1984, Naranayan 1988, Ross 1977). Nous ne les présentons pas ici car ils s'appliquent essentiellement aux sociétés cotées et ne sont donc pas pertinentes pour le négoce bourguignon. Pour une revue de la littérature, voir Harris & Raviv (1991) ou Shleifer & Vishny (1997).

² Un autre avantage classiquement avancé, mais qui ne semble pas pertinent pour le cas du négoce bourguignon puisque, dans la grande majorité des cas, le manager est un actionnaire significatif, est l'amélioration de la décision de liquider (Harris & Raviv 1990). Il repose sur le fait que les managers ont plus intérêt que les actionnaires ou les prêteurs à poursuivre l'exploitation dans un contexte de difficultés financière. Une dette élevée conduit alors à un dépôt de bilan plus précoce (puisque la décision de liquider ne prend pas en compte les intérêts des managers) et donc une valeur de liquidation plus élevée.

³ Si les entreprises n'avaient pas besoin de financements externes, il semble à ce stade, que la structure financière idéale serait l'absence de capitaux externes puisqu'il n'y aurait alors pas de problème d'agence ou de perte de contrôle. Il ne serait donc pas nécessaire de discuter des apports de la dette ou de l'ouverture du capital.

actionnaires (modèle du free cash flow de Jensen 1986). L'efficacité de la dette à contraindre le manager à dégager un cash flow minimum est liée à la difficulté de renégocier les échéances d'une dette avec le banquier. A l'inverse, il est plus aisé d'expliquer aux actionnaires que le dividende doit être réduit pour pouvoir faire face à des conditions concurrentielles nouvelles ou financer de nouveaux projets et symétriquement, il est plus difficile pour un actionnaire d'exiger un niveau élevé de dividende (il n'y a, par construction, pas de contrat possible permettant d'officialiser cette exigence).

Dans la théorie du free cash flow, l'utilisation de la dette comme outil de discipline du management est essentiellement présentée comme un moyen de résoudre un conflit entre actionnaire et dirigeant. Cela étant, certains auteurs, comme Dewatripont & Tirole (1994) notent qu'il peut aussi s'agir d'un moyen d'autodiscipline d'un manager actionnaire dont les bénéfices privés pourraient être suffisamment importants pour dominer ses intérêts d'actionnaire.

Cette analyse peut selon nous s'appliquer au cas des entreprises de négoce de vin bourguignonnes. En effet, nous avons constaté au cours de nos interviews de managers/actionnaires de ces entreprises que peu d'entre eux prenaient en considération le capital investi et son coût. Tout se passe comme si ce capital était gratuit. Ceci pourrait s'expliquer par le niveau atteint par le patrimoine de ces managers, qui limiterait leur motivation à l'accroître. En effet, dans les grandes maisons à capitaux familiaux, des patrimoines importants ont été constitués. Dans de tels contextes, une rentabilité des capitaux faibles peut assurer aux familles des managers un niveau de vie très élevé tout en correspondant en fait à une destruction de valeur. Le risque semble alors que les incitations du manager soient trop faibles¹.

On serait donc en première analyse dans un contexte dans lequel il existe un bénéfice associé au contrôle et un besoin de procurer des incitations au management pour poursuivre une stratégie pertinente sur le plan financier. Dans un tel contexte, la dette semble l'instrument de financement optimal.

La question est alors d'expliquer pourquoi des entreprises familiales peu endettées créent de la valeur. En effet, la plupart des entreprises dont le ROI est supérieur à 8% sont très peu endettées. Leurs capitaux propres représentent plus de 70% des capitaux investis, soit un taux d'endettement très inférieur au seuil classique de 50%. Cela semble surprenant au regard de l'analyse précédente d'autant plus que le coût de la dette est plus faible que celui du capital. Plus généralement, on constate qu'il n'y a pas de corrélation positive entre endettement et création de valeur comme le montre l'analyse suivante réalisée sur les entreprises étudiées :

¹ Cette hypothèse serait d'ailleurs de nature à conforter la théorie sur l'optimalité des LBO (cf. infra) puisque celle-ci recommande que les managers investissent une part importante de leur patrimoine dans le rachat (Jensen 1986).

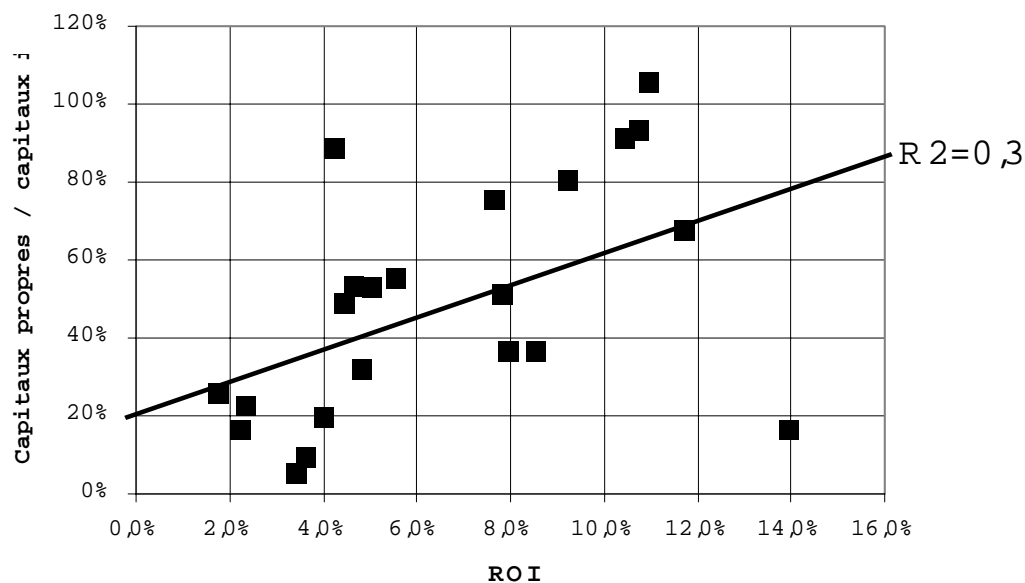


Figure 3 : Corrélation entre niveau d'endettement et performance

Au contraire, et bien que le R^2 correspondant à la droite de régression soit faible, le sens de la corrélation serait plutôt inverse.

Une première explication peut se trouver dans les inconvénients de la dette mis en avant par la théorie. Ceux-ci sont essentiellement liés aux coûts associés à la faillite et au risque de faillite. Ce risque peut conduire à ne pas trouver de financement pour des investissements rentables (sous-investissement). En effet, dans une situation proche du dépôt de bilan, la valeur des capitaux investis est plus faible que leur valeur nominale. Une augmentation de valeur associée à un investissement reviendrait donc aux anciens bailleurs de fonds (actionnaires ou banquiers). Il sera donc difficile de trouver de nouveaux investisseurs qui supporteraient la totalité du coût de l'investissement mais ne bénéficieraient que d'une partie des gains (Myers 1977, Stulz 1990)¹. Plus généralement, le fait que la situation de risque de faillite ou de faillite soit défavorable pour les prêteurs, peut expliquer les raisonnements des banquiers en termes prudents (limite mise sur le niveau de la dette), qui visent à éviter de se trouver dans une telle situation.

Ces arguments sont souvent négligés comme en témoigne le débat du *Journal of Applied Corporate Finance* (1998) dans lequel les défenseurs d'un niveau de dette élevé avancent qu'il

¹ D'autres inconvénients sont mis en avant par la littérature mais ne nous semblent pas pertinents dans le cas du négoce bourguignon. En particulier, dans une situation proche du dépôt de bilan, la dette conduit les anciens actionnaires à financer des projets risqués qui conduisent à un gain élevé avec une probabilité faible et une perte avec une probabilité forte et dont la rentabilité est globalement négative. En cas de succès, la valeur du projet est forte pour les actionnaires et faible pour les prêteurs (car elle est limitée par le retour à la valeur nominale de leur prêt) alors qu'en cas d'échec, et donc de faillite, la valeur du projet est négative pour l'ensemble des apporteurs de capitaux et limitée à la valeur de leurs titres (Harris & Raviv 1991, Brealey & Myers 1991, chap. 18). Par ailleurs, la situation de risque de dépôt de bilan engendré par la dette peut conduire à la destruction d'actifs stratégiques par les actionnaires afin de pouvoir renégocier la dette pour éviter le dépôt de bilan (Milgrom & Roberts 1992, chap. 15). Ces situations ne semblent pas correspondre au cas étudié puisqu'aucun cas de dépôt de bilan ni de renégociation de la dette n'ont été enregistrés dans les années 90.

est toujours possible de trouver de nouvelles lignes de crédit si cela conduit à créer de la valeur¹.

Dans le cas du négoce de vin bourguignon, il semble difficile de raisonner en termes de sur ou sous-investissement puisque le principal actif est le stock. Cela étant, le raisonnement fait sur les investissements peut être étendu ici. Le constat sur le lien entre dette et performance s'expliquerait alors par les contraintes que la dette fait peser sur la stratégie, en imposant une certaine stabilité des cash flows. En effet, un élément clé du métier de négociant réside dans la capacité à acheter à bas prix des produits qui pourront être revendus à prix élevé. Compte tenu des fluctuations de cours et de qualité, il existe des possibilités de "spéculation" pour les négociants. Ceux-ci peuvent choisir d'acheter massivement un millésime ou de réduire les ventes une année en anticipant des possibilités de vente avec une meilleure marge l'année suivante.

L'exigence d'un cash flow minimum associée à la dette est alors contradictoire avec une politique de spéculation qui peut nécessiter de réduire sensiblement le cash flow d'une année en vendant peu et en achetant beaucoup.

La contrainte de la dette est d'autant plus forte que celle-ci, finançant des actifs circulant, est essentiellement à court terme et que, comme nous avons pu le confirmer par des interviews auprès de certains d'entre eux, les banquiers prennent leurs décisions de financement sur la base de ratio prudentiel (30 % de dette et 70 % de capitaux propres). Leur prudence est d'autant plus forte que la mise en œuvre des garanties sur le stock à l'occasion d'un dépôt de bilan dans les années 80 d'une entreprise du secteur s'est traduite par une perte importante pour les banquiers. Il est donc par exemple impossible d'obtenir des financements sur la base d'un projet consistant à acheter massivement un millésime ou à différer des ventes si le ratio n'est pas respecté.

Cette analyse est confortée par le graphique suivant sur lequel ne sont représentées que les entreprises de notre échantillon dont la stratégie est de type croissance interne :

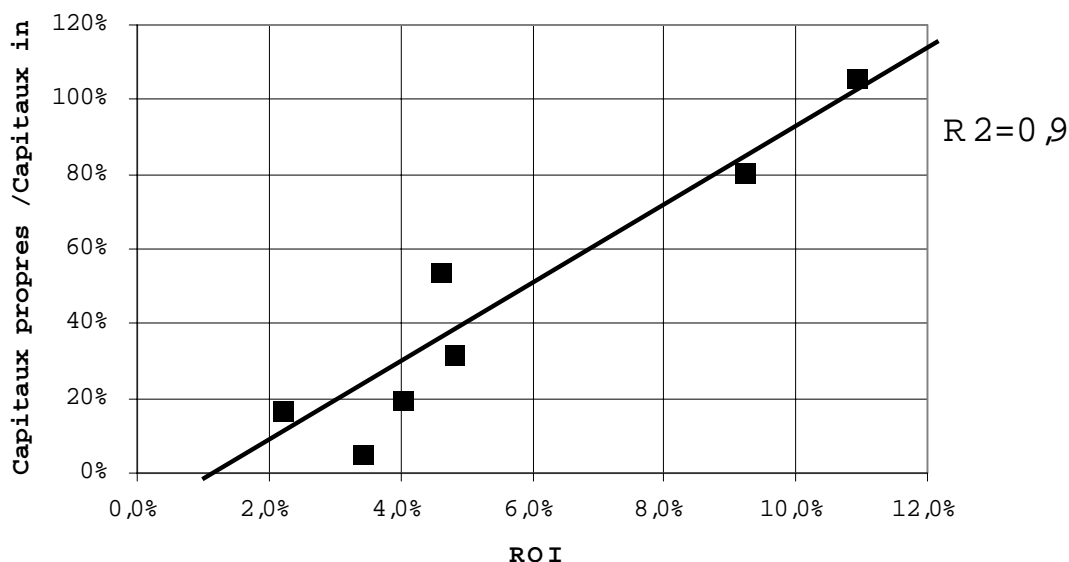


Figure 4 : Corrélation entre niveau d'endettement et performance pour les entreprises suivant une stratégie de croissance interne

¹ On peut souligner ici qu'il y a peut-être une contradiction entre le discours sur les incitations associées à une certaine rigidité de la dette et celui sur la possibilité de trouver facilement des financements qui soulignerait au contraire la souplesse de la dette.

D'après ce graphique, non seulement il n'y aurait pas de corrélation positive entre endettement et performance, mais au contraire, un fort niveau d'endettement serait un élément d'explication des mauvaises performances de certaines entreprises positionnées sur la première stratégie. Symétriquement, une condition de performance de cette stratégie serait précisément de disposer de capitaux propres importants.

Cette étude de cas éclaire donc le débat entre les défenseurs d'un niveau d'endettement important et les partisans du maintien dans l'entreprise de capacités financières, c'est à dire d'un niveau d'endettement faible (Journal of Applied Corporate Finance 1998). Les premiers mettent en avant la dimension incitative de la dette et avancent qu'il est toujours possible de trouver de nouvelles lignes de crédit si cela conduit à créer de la valeur. Les seconds souhaitent pouvoir disposer de marges de manœuvre pour pouvoir réagir rapidement lorsque des opportunités stratégiques nécessitant un investissement important se présentent.

Le cas du négoce bourguignon montre que l'analyse des banques en terme de risque et le fait qu'il soit nécessaire de pouvoir générer des cash flows stables pour que les incitations associées à la dette fonctionne peuvent conduire à privilégier la seconde analyse. En tout état de cause, cela conduit à penser qu'il est indispensable de prendre en compte les spécificités sectorielles pour enrichir le débat.

2.2 Marché¹

Si le niveau de dette ne peut être important, il convient d'envisager l'ouverture du capital à un actionnaire externe. En outre, celle-ci doit s'accompagner de la mise en place de systèmes d'incitation du manager reposant sur une mesure de la création de valeur. En effet, il n'est pas possible de s'appuyer sur la dette pour aligner les intérêts du manager actionnaire avec ceux de l'actionnaire externe comme dans le cas du LBO (Leveraged Buy Outs)².

Si, comme les structurent existantes le suggèrent, le manager actionnaire accorde une valeur au contrôle de sa société, la première solution à envisager est alors l'ouverture minoritaire du capital. Dans ce cas, il semble difficile de trouver un actionnaire industriel intéressé. En effet, quel serait l'apport d'un actionnaire industriel minoritaire et de quelle façon pourrait-il valoriser son investissement ? Il semble donc naturel d'envisager la mise sur le marché d'une minorité du capital.

La vague des OPA des années 80 a conduit à focaliser l'attention sur leur rôle pour discipliner le management³ et corrélativement sur les conséquences positives de la mise sur le marché d'une majorité du capital qui rend possible la mise en œuvre d'OPA. Mais le marché permet aussi de mettre en place des incitations positives fondées sur le cours de l'action. Le cours mesurant directement la valeur pour l'actionnaire, il constitue le meilleur indicateur de

¹ Nous nous intéressons ici au marché boursier.

² la structure LBO combine une participation aussi forte que possible du manager (représentant une part importante de son capital) permettant de limiter le problème d'agence entre actionnaires et manager et une dette importante afin de maintenir une forte pression sur le manager. Cette structure est présentée comme optimale dans la cas de marché en phase de maturité par la théorie du *free cash flow* (Jensen 1986).

³ Etant donné qu'une des premières mesures suivant la prise de contrôle par le nouvel acquéreur consiste à remplacer le management, l'OPA agit comme une menace pour celui-ci et le contraint donc à être suffisamment performant pour ne pas devenir la cible d'une OPA. En outre, le raider peut avoir une meilleure connaissance du secteur que les actionnaires spéculateurs, ce qui permet de distinguer entre la performance propre du management et l'influence de l'environnement sur les résultats et renforce ainsi les incitations des managers (Scharfstein 1988).

performance de son point de vue. Cette mesure pouvant alors servir d'aiguillon au manager/actionnaire d'une part en mettant en évidence l'impact de ses décisions sur sa richesse, d'autre part en donnant aux éventuels autres actionnaires familiaux un moyen d'évaluer sa performance. L'introduction sur le marché d'une minorité du capital, bien que ne permettant pas la mise en œuvre d'OPA, pourrait ainsi se justifier par l'information apportée sur la performance de l'entreprise (Holmström & Tirole 1993).

La question qui se pose alors est celle de l'efficacité du marché dans des domaines nouveaux (la première introduction d'une entreprise de négoce de vin bourguignonne - ou d'une région comparable - date de 1985), complexes (variations importantes des prix et des cours, stocks importants dont la qualité est difficile à mesurer de façon externe...), avec des variations importantes dans les résultats financiers (cf. figure 5) et dans lesquels les possibilités de comparaison avec d'autres entreprises cotées sont limitées en raison de leur nombre réduit (seules 2 entreprises de négoce bourguignonnes sont cotées).

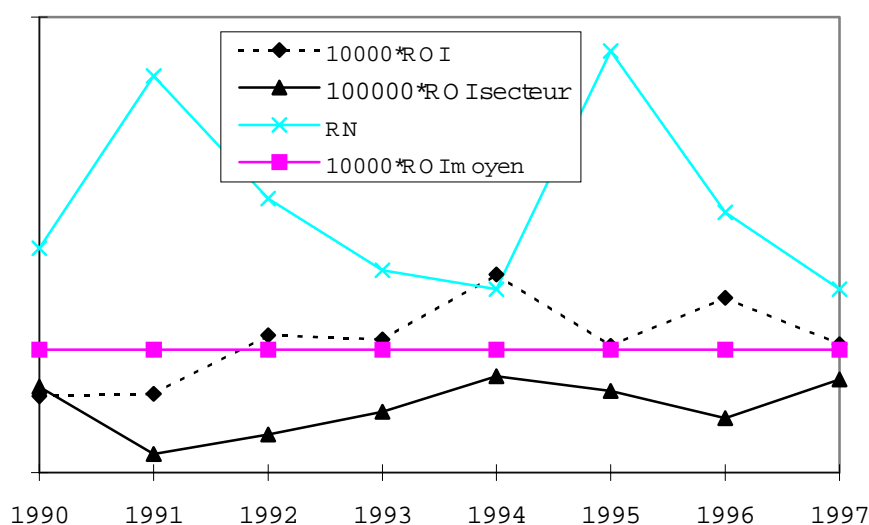


Figure 5 : performance annuelle et performance moyenne pour une entreprise étudiée

Sur cette figure, on observe de fortes variations du ROI annuel, qui ne sont pas nécessairement cohérentes avec les variations de résultat net ou avec celles du ROI moyen. Celui-ci varie lui-même de façon significative. On pressent donc qu'il faut disposer d'un modèle assez sophistiqué pour interpréter les variations annuelles en fonction du cycle propre du secteur d'une part (variations de cours et de prix) et de la stratégie poursuivie par l'entreprise étudiée. En effet, l'impact de la conjoncture sera très différent selon que la stratégie poursuivie est de type croissance interne ou externe, par exemple. Il est peu probable que les analystes financiers disposent d'un tel modèle.

Les variations très importantes du cours de la société Cottin Frères dans les mois qui ont suivi son introduction au second marché semblent être le reflet de cette analyse et du tâtonnement du marché. En effet, l'entreprise a été introduite en janvier à un cours de 23,8 Euros et son cours n'a cessé de chuter pour se stabiliser depuis juin à environ 7,7 Euros. Les analystes soulignent que les prévisions de chiffre d'affaires pour l'année ont été revues à la baisse d'environ 10 %, mais ceci suffit-il à justifier la division par trois de la valeur ? Peut-être cette baisse est-elle naturelle voir faible compte tenu du cycle économique du secteur et de la gamme de produits de l'entreprise. L'analyse de la plaquette d'introduction en bourse nous révèle qu'aucune allusion n'est faite à ce cycle ni aux autres caractéristiques du secteur

présentées au point 1. En outre, un mode de calcul de la valeur d'introduction fait référence à des entreprises supposées comparables parmi lesquelles un fabricant de tonneaux et un autre de bouchons. Enfin, certaines notes d'analyse de la société mentionnent le faible ratio CA / employé de Cottin Frères comme l'un des éléments significatifs de l'entreprise.

Une des conséquences immédiates de l'évolution du cours de la société Cottin est le report de l'introduction au second marché des sociétés de négoce Laroche en Bourgogne et CVBG à Bordeaux. Plus généralement, elle pose la question de la possibilité de faire reposer le pilotage de l'entreprise sur des incitations associées au cours de bourse.

Conclusion

Il ressort de cette étude que les solutions proposées par la théorie financière moderne au problème d'agence associé à la mise en œuvre d'une stratégie " mixte ", ne sont pas adaptées au secteur du négoce de vins bourguignon. Cela provient du fait que les incitations associées aux éléments de structure financière reposent implicitement sur une mesure de la performance. Dans le cas de la dette, il s'agit du cash flow libre, dans le cas du marché, il s'agit du cours. Si ces mesures ne sont pas pertinentes, comme pour le négoce de vin bourguignon, les recommandations de la théorie financière moderne ne peuvent pas s'appliquer.

Sur un plan empirique, la compétitivité des entreprises de négoce de vin bourguignonnes est ainsi limitée par la difficulté de trouver une structure financière qui permette la mise en œuvre d'une stratégie associant image et volumes. En effet, une entreprise disposant d'une forte notoriété aura des difficultés à trouver les ressources nécessaires pour croître de façon significative et valoriser ainsi son image tout en réalisant des économies d'échelle. Pour garder les marges de manœuvres nécessaires à la spéculation, ces ressources doivent être amenées par des capitaux propres. Or, le coût de ces capitaux sera élevé et l'offre sera limitée en raison de la difficulté pour un investisseur externe d'évaluer la performance de l'entreprise. De même, une entreprise ayant réussi à financer la croissance par dette aura des difficultés à mettre en œuvre une politique de qualité nécessaire à la construction d'une image en raison des contraintes imposées par son endettement¹.

Nous n'avons toutefois pas examiné la possibilité de financer ce type de stratégie par l'ouverture d'une part majoritaire du capital à un groupe². Un groupe peut en effet mettre en place des instruments de pilotage ad hoc et fonder la mesure de la performance et les incitations sur ces instruments. Cette voie nous conduit donc à nous interroger sur les outils de mesure de la performance adaptés au secteur, qu'il serait possible de mettre en œuvre au sein d'un groupe. Bien que nous n'ayons pas développé cette question dans le corps de l'article, nous livrons ici quelques pistes de réflexion.

Les instruments de pilotage interne peuvent être schématiquement classés en deux catégories : des instruments visant à favoriser la communication mais qui négligent la question des incitations ; des instruments visant à mesurer la performance de façon la plus conforme aux intérêts des actionnaires afin de pouvoir supporter des incitations fortes

¹ Ce problème de compétitivité est d'autant plus sensible que de plus en plus de produits de qualité viennent concurrencer les vins de Bourgogne et sont produits dans des contextes différents (relations verticales, signalisation de la qualité) qui ne conduisent pas aux mêmes contraintes.

² Possibilité qui sort du cadre de la théorie financière moderne.

(Ponssard & Saulpic 1999). Dans le cas du négoce de vin bourguignon, la force des problèmes d'agence conduit à privilégier la résolution des problèmes par les incitations¹.

Les nouvelles mesures de types EVA/MVA (Stewart 1991) ou bénéfice résiduel sont représentative de cette démarche². Elles ne semblent toutefois pas adaptées car elles visent, en l'absence de cotation, à reproduire un pilotage par le cours de bourse (en faisant l'hypothèse que la valeur annuelle de l'indicateur est représentative de la performance). Elles poseront donc les mêmes problèmes que la mesure par le marché³.

De plus, la performance pour l'actionnaire, c'est à dire la création de valeur, est une fonction des cash flows futurs. Elle n'est mesurable par un indicateur annuel fondé sur le passé de type EVA que s'il existe un modèle permettant de relier cet indicateur et les flux futurs.

Dans des cas comme celui du négoce de vin bourguignon dans lesquels il n'existe pas de modèle de la performance, l'enjeu est donc de trouver les instruments permettant de piloter une entité lorsque aucune mesure annuelle de la performance ne semble pertinente a priori⁴.

Une voie possible réside dans la mise en œuvre d'outils visant à l'élaboration progressive d'une représentation commune (à l'actionnaire externe et au manager) des déterminants de la performance (Ponssard & al. 1998). La construction de ces outils doit en grande partie être confiée au manager, puisque c'est lui qui, a priori, dispose de la meilleure connaissance de l'entreprise et du secteur.

Cela revient à trouver un intermédiaire entre un monitoring passif qui ne viserait qu'à la mesure "objective" de la performance et un monitoring actif qui consiste à intervenir directement sur les décisions (Tirole 1999). En effet, même s'il n'intervient pas en premier lieu sur les décisions, le principal est alors dans une situation active car il participe à la construction de la représentation des déterminants de la performance.

On fait alors face à ce qui apparaît comme un paradoxe, à savoir la possibilité de faire reposer des incitations sur une mesure de la performance en partie définie par la personne à inciter. Mais le cas présenté montre l'intérêt de résoudre ce paradoxe, c'est à dire de solutionner conjointement un problème de "coordination verticale" (la mesure de la performance) et un problème d'incitation (Saulpic & Tanguy 1999). On peut souligner que ce paradoxe existe aussi dans le cas d'une relation avec le marché, puisque les analystes sont souvent amenés à utiliser les informations fournies par le dirigeant pour se forger une opinion sur la valeur de l'entreprise.

Finalement, ce cas invite (i) à sortir du cadre théorique de la théorie financière moderne et plus généralement de celui de la théorie des incitations qui supposent l'existence d'une mesure de performance externe pouvant supporter des incitations, (ii) à étudier l'interaction entre l'élaboration conjointe par l'actionnaire et le dirigeant d'une telle mesure d'une part, et les incitations du dirigeant d'autre part, et (iii) à étudier conjointement l'impact des systèmes

¹ On se demande en effet, comment un manager du groupe pourrait intervenir dans les décisions sans une présence forte sur le terrain qui conduirait à dupliquer le management de la filiale.

² Voir Mottis & Ponssard (1999).

³ D'autant que le lien entre EVA et MVA n'est réel que dans des contextes de stabilité (Ponssard & Zarlowski 1999) et que les études empiriques ne permettent pas de conclure à la corrélation entre les nouveaux indicateurs et la performance mesurée par la valeur boursière (Biddle & al. 1997, Francis & al. 1997).

⁴ Cet enjeu est d'autant plus important que, comme le souligne Tirole (1999), la théorie des incitations ne s'intéresse qu'au cas où une mesure de la performance existe. Il n'y a donc pas de cadre théorique permettant d'aborder la question que nous posons.

de mesure de la performance, c'est à dire les systèmes de pilotage "interne" et de la structure financière sur les décisions.

Références bibliographiques

- Aghion P., Bolton P. (1992) "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, n°59, pp. 473-494.
- Biddle G.C., Bowen R.M., Wallace J.S. (1997) "Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firms values", *Journal of Accounting and Economics*, n°24, pp. 301-336.
- Brealey R.A., Myers S.C. (1991) *Principles of Corporate Finance*, 4th ed., MacGraw-Hill.
- Brennan M., Kraus A (1987) "Efficient financing under asymmetric information", *Journal of Finance*, n°42, pp. 1225-1243.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F. (1997) "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXII, n°3, pp. 693-728.
- Charreaux G., Pitou-Belin J.P. (1990) *Le conseil d'administration*, Vuibert, Paris.
- Constantinides G.M., Grundy B.D. (1989) "Optimal investment with stock repurchase and financing as signals", *The Review of Financial Studies*, n° 2, pp. 445-466.
- Dewatripont M., Tirole J. (1994) "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence", *Quarterly Journal of Economics*, n°109, pp. 1027-1084.
- Francis J., Olsson P., Oswald D.R. (1997) "Comparing the accuracy and explainability, free cash flow and abnormal earnings equity valuation models", *Studies in company valuation*, P.Olsson ed., Stockholm School of Economics, Stockholm.
- Grossman S., Hart O. (1980) "Takeover bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, n°11, pp. 42-64.
- Harris M., Raviv A. (1990) "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, vol. XLV, pp. 321-349.
- Harris M., Raviv A. (1991) "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, vol. XLVI, n°1, pp. 297-355.
- Holmström B., Tirole J. (1993) "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, vol. 101, n°4, pp. 678-709.
- Jensen M.C. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, n°76, pp. 323-339.
- Jensen M.C., Meckling W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.
- Journal of Applied Corporate Finance (1998) *Vanderbilt University Roundtable on The Capital Structure Puzzle*, April, pp. 8-24.
- Leland H., Pyle D. (1977) Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, n° 32, pp. 371-388.
- Milgrom P., Roberts. J. (1992) *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall Inc., New Jersey, chap.15.
- Mottis N., Ponsard J.P. (1999) "Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques", *Cahier du Laboratoire d'Économétrie de l'École Polytechnique*, Paris.
- Myers S.C. (1977) "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, n°5, pp. 147-175.
- Myers S.C., Majluf N.S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, n°13, pp. 187-221.
- Naranayan M.P. (1988) Debt versus equity under asymmetric information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n° 23, pp. 39-51.
- Ponsard J.P., Saulpic O. (1999) "Une reformulation de l'approche dite du "Balanced Scorecard" ", à paraître in *Comptabilité, Contrôle, Audit*.

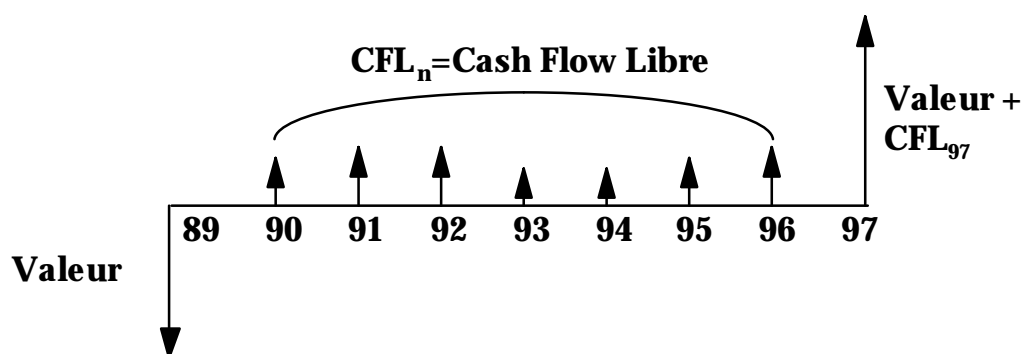
- Ponssard J-P., Saulpic O., Tanguy H. (1998) “ Mutual Adjustments in markets and Hierarchies: an Experimental Game ”, *Cahier du Laboratoire d'Économétrie de l'École Polytechnique*, Paris.
- Ponssard J.P., Zarlowski P. (1999) “ Nouveaux indicateurs de création de valeur : des outils satisfaisants pour l'évaluation interne des activités de l'entreprise ”, *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 91-98.
- Ross S. (1977) “ The determination of financial structure: The incentive signaling approach ”, *Bell Journal of Economics*, n° 8, pp. 23-40.
- Saulpic O., Tanguy H. (1999) “ Un système pour inciter à la création de valeur dans l'entreprise ”, *Cahier du Laboratoire d'Economaétrie de l'École Polytechnique*, n°491.
- Scharfstein D. (1980) “ The Disciplinary Role of Takeovers ”, *Review of Economic Studies*, vol. 55, n°2, pp. 185-199.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1986) “ Large Shareholders and Corporate Control ”, *Journal of Political Economy*, vol. 94, n°3, pp. 461-488.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997) “ A Survey of Corporate Governance ”, *Journal of Finance*, vol. 52, n°2, pp. 737-783.
- Stewart G.B. (1991) *The Quest for Value: The EVA Management Guide*, NY: HarperBusiness, New York
- Stulz R. (1990) “ Managerial discretion and optimal financing policies ”, *Journal of Financial Economics*, n°26, pp. 3-27.
- Tanguy H. (1987) “ L'instrumentation des choix stratégiques : pour une élaboration interactive de décisions collectives ”, *Thèse de Doctorat*, Ecole Polytechnique, Paris.
- Tirole J. (1999) “ Corporate Governance ”, *Presidential address*, Econometric Society, Montreal.

ANNEXE 1 DÉFINITION RETENUE POUR LE ROI

La définition du ROI retenu s'inspire du TBR qui mesure le taux de rentabilité interne d'une activité sur la base d'une valeur initiale, d'une valeur finale et des flux nets de liquidités intermédiaires (Mottis & Ponsard 1999).

Le TBR est un indicateur de mesure interne fondé sur des prévisions. Nous appliquons cette formule à la performance passée.

Le ROI est donc le taux de rentabilité interne du flux suivant :



Avec :

- Valeur = Immobilisations nettes + BFR
- $CFL_n = \text{Résultat d'exploitation} + \text{résultat exceptionnel hors variation de pphp}^1 - [\text{IS} - 34\% * (\text{frais financier} - \text{produits financiers})] + 34\% * \text{variation de pphp} - \text{variation du BFR} - \text{variation des immobilisations nettes}$

Ce mode de calcul du CFL correspond à la définition :

$CFL = \text{EBIT} * (1 - \text{taux d'IS}) - \text{variation du BFR} - \text{variation des immobilisations nettes}$
 en négligeant la part de résultat financier contenue dans le résultat exceptionnel, en mesurant l'impôt théorique à partir de l'impôt réel et en ne considérant que l'impact fiscal de la pphp.

Pour les entreprises pour lesquelles nous ne disposons pas de la pphp², nous avons retenu la définition du CFL suivante :

$CFL_n = \text{Résultat d'exploitation} - [\text{IS} - 34\% * (\text{frais financier} - \text{produits financiers})] + 34\% * \text{résultat exceptionnel} - \text{variation du BFR} - \text{variation des immobilisations nettes}$

Cette définition revient à considérer que le résultat exceptionnel est essentiellement constitué de la variation de pphp. Elle donne des résultats proches des résultats obtenus avec la formule précédente.

¹ Provision pour hausse des prix.

² Une entreprise.

ANNEXE 2 QUESTIONNAIRE

ENQUETE OPERATEURS DE MISE EN MARCHE

ENTREPRISE	INTERLOCUTEUR
-------------------	----------------------

1. STRATÉGIE

1.1 Produits

1.1.1 Gamme de produits

Le tableau ci-après est destiné à regrouper les différents produits en quelques grands types. Si nécessaire, complétez ce tableau par les sigles appropriés.

Région	Type de vin	Sigle	Exemples de produits correspondants
Bourgogne	AOC régionale	Bou-Reg	
	AOC Village avec nom de village	Bou-Vil	
	Distinction supérieure (1)	Bou-Sup	
Beaujolais	Primeur	Beau-Prim	
Beaujolais Mâconnais (2)	AOC régionale et village (sans nom)	Beau-Reg	
	AOC Village avec nom de village	Beau-Vil	
Vallée du Rhône	AOC régionale et village (sans nom)	Rho-Reg	
	AOC Village avec nom de village	Rho-Vil	
Autres	AOC	Aut-AOC	
	Vin de cépage	Aut-Cep	
Vins de table		VT	

(1) Premiers et grands crus.

(2) Hors primeurs

1.1.2 Répartition et évolution du CA vin par type

Type de vin	1997	
	CA (MF)	Volume (000Bt)
<i>Bou-Reg</i>	<i>15</i>	<i>560</i>
Bou-Reg		
Bou-Vil		
Bou-Sup		
Beau-Prim		
Beau-Reg		
Beau-Vil		
Rho-Reg		
Rho-Vil		
Aut-AOC		
Aut-Cep		
VT		

1.2 Politique de marque

Réseau	Signalisation	% des ventes du réseau	Type de produits correspondant	Nom de la marque ou de la signature
GMS	Appellation			
	Appellation + signature			
	Marque			
	MDD			
CHR	Appellation			
	Appellation + signature			
	Marque			
Export	Appellation			
	Appellation + signature			
	Marque			

1.3 Intégration

On distingue 5 stades d'intégration de la production :

- 1 : De la culture à la mise en bouteille
- 2 : De l'achat de moûts ou raisins à la mise en bouteille
- 3 : De l'achat de vrac ou de barriques à la mise en bouteille
- 4 : Mise en bouteille uniquement
- 5 : Achat sur pile.

indiquez pour chaque type de vin (reprendre le tableau du point 2.1) la part des ventes qui provient d'une production de stade 1 à 5

Type de vin	1997					Durée moyenne d'élevage
	1	2	3	4	5	
<i>Beau-Vil</i>		40	60			12 mois
Bou-Reg						
Bou-Vil						
Bou-Sup						
Beau-Prim						
Beau-Reg						
Beau-Vil						
Rho-Reg						
Rho-Vil						
Aut-AOC						
Aut-Cep						
VT						
TOTAL						

1.4 Engagements envers l'aval

Répartition du CA par canal de distribution (en %)

			Type de vin											
			Beau -Vil											
1	FR	GMS	60											
9	AN	Trad.	Total											
9	CE	dont	Spécialis.											
7			CHR											
			VPC											
		Autres												
	EX	Total	40											
	PO	dont	US	20										
	RT		Europe N.	20										
			Japon											
			Autre Asie											

2. DONNÉES FINANCIÈRES

2.1 Structure juridique

Organigramme juridique simplifié : indiquez l'ensemble des sociétés liées (ayant des actionnaires communs avec la SA étudiée)

Si le périmètre de consolidation des comptes a évolué, indiquez le périmètre correspondant aux comptes des années 90 à 97

2.2 Capital

Répartition du capital de la société :

2.3 Domaines

Valeur au bilan des domaines détenus par la société :

Valeur vénale :

Surface :

Quantités produites et répartition approximative par type de vin :

Surface des domaines liés à la société (par des actionnaires communs) :

Quantités produites et répartition approximative par type de vin :

3. DOCUMENTS

Merci de nous communiquer les documents suivants :

- plaquettes ou autres documents publics de présentation de la société
- organigramme (si possible, incluant la partie commerciale)
- catalogue de produits
- tarifs
- ou tout autre document disponible nous permettant d'avoir des informations complémentaires sur votre société.