

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

<http://www.ecole.org>

**Soirée-Débat
"Les Invités"**

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

Air Liquide*
Andersen Consulting
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
CRG 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
IBM
IDRH
IdVectoR*
Lafarge
Lagardère
Mathématiques Appliquées
Mercer Management Consulting
PSA Peugeot Citroën
Renault
Saint-Gobain
SNCF
Socomine*
Thomson CSF
TotalFina Elf
Usinor

*Uniquement pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
(liste au 1^{er} décembre 2000)

**L'ACQUISITION D'ENTREPRISE,
ENTRE SAVOIR-FAIRE ET FAIRE SAVOIR
L'acquisition de Redland par Lafarge**

par

Bertrand COLLOMB
Président-directeur général de Lafarge

Arend DIKKERS
Analyste chez
Salomon Smith Barney

Débat animé par
Michel BERRY
École de Paris du management

Mardi 30 mars 1999
au ministère de l'Éducation nationale,
de l'Enseignement supérieur et de la Recherche
Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

Bref aperçu de la réunion

La réussite de l'acquisition d'une société suppose du savoir-faire pour s'assurer que l'opération créera des synergies et de la valeur, pour choisir le moment opportun et pour harmoniser deux cultures d'entreprise. Mais cela ne suffit pas : il faut aussi convaincre de son intérêt à la fois les journalistes, les analystes et les investisseurs. L'acquisition de Redland par Lafarge s'est ainsi heurtée, dans un premier temps, aux réactions hostiles de la plupart des analystes anglais, alors que leurs homologues français y étaient largement favorables. Arend Dikkers, analyste financier réputé, explique pour quelles raisons il reste très sceptique sur le bien-fondé de cette OPA, tandis que Bertrand Collomb, PDG de Lafarge, expose comment il a pu, en soignant tout particulièrement sa communication, mener à bien l'opération.

*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.*

© École de Paris du management - 94 bd du Montparnasse - 75014 Paris
tel : 01 42 79 40 80 - fax : 01 43 21 56 84 - email : ecopar@paris.ensmp.fr - <http://www.ecole.org>

INTRODUCTION de Michel BERRY

Lorsque Bertrand Collomb a lancé, le 13 octobre 1997, une OPA de 15,9 milliards de francs sur l'entreprise anglaise Redland, la plupart des analystes français ont réagi favorablement, tandis que la plupart des analystes anglais ont estimé qu'il s'agissait d'une très mauvaise opération. Dans les journaux français, Bertrand Collomb était surnommé le Cary Grant des affaires, alors que les journaux anglais évoquaient plutôt la figure de Napoléon. Peut-être y avait-il une part de subjectivité dans ces jugements ?

Derrière ces batailles médiatiques, c'est cependant une véritable guerre des chiffres qui se livre : les analystes financiers se documentent énormément avant de formuler leurs jugements, car ils ont des comptes à rendre à leurs clients. De leur côté, les chefs d'entreprise doivent également tenir un discours solidement argumenté pour convaincre à la fois leurs propres actionnaires et ceux de l'entreprise convoitée, que tous vont réaliser une très bonne affaire.

C'est pourquoi ce type d'acquisition nécessite un grand savoir-faire, pour concevoir et réussir l'opération dans tous ses développements, mais repose aussi sur l'art du faire savoir, c'est-à-dire la façon de communiquer avec tous les observateurs extérieurs. Arend Dijkers, directeur de recherche d'actions chez Salomon Smith Barney, nous expliquera pourquoi il était et reste sceptique sur le rachat de Redland par Lafarge, tandis que Bertrand Collomb justifiera sa décision en présentant les résultats de cette opération.

EXPOSÉ d'Arend DIKKERS

Avant de vous exposer les raisons pour lesquelles je n'ai pas été favorable au rachat de Redland par Lafarge, je voudrais vous présenter, d'une façon plus générale, la façon dont je travaille et la méthode que j'utilise pour évaluer les entreprises.

Une connaissance approfondie du secteur

Il est important avant toute chose de préciser que je travaille pour des investisseurs institutionnels : ce sont eux qui me font vivre, et ma tâche consiste à protéger et à renforcer leurs intérêts. Pour cela, j'effectue des analyses à partir de bilans, de réunions avec des managers et de discussions avec les fournisseurs, les clients et les concurrents des entreprises. À partir d'une macroanalyse de l'économie et de l'industrie, de l'analyse de la compétitivité de l'entreprise, de ses produits et de sa gestion, et enfin d'une analyse financière, j'aboutis à une conclusion d'investissement dont j'informe les gestionnaires de portefeuille des sociétés de placement, et qui permet à nos clients de prendre leurs décisions d'investissement. Le produit que je vends est un message dont je dois assurer à la fois la création, la réalisation et le marketing.

Concrètement, je passe 30 % à 40 % de mon temps à faire des recherches, 50 % à faire du marketing, et le temps restant à aider mes collègues dans le domaine de la finance d'affaires. Mon domaine est celui des matériaux de construction ; j'étudie quelque vingt à trente sociétés d'Europe et de certains pays du Moyen-Orient qui produisent et distribuent du ciment, du béton, de la plaque de plâtre, du verre, des revêtements de sol, des appareils de chauffage, de la plomberie, etc. Toutes ces sociétés sont cotées en Bourse, mais j'entretiens également des contacts avec d'autres sociétés. Au total, cela représente environ deux cent trente heures de contact avec les entreprises chaque année, sous forme d'annonces de bénéfices, de briefings, de présentations et de conversations téléphoniques ; je suis abonné à quinze journaux professionnels ; je me tiens au courant des activités du secteur de la construction dans trente pays environ.

La mesure de la performance des entreprises

Mon travail consiste essentiellement à mesurer la performance d'une entreprise et à établir ainsi sa valeur ; mais les opinions sont très diverses sur la meilleure façon de mesurer cette performance. Pour ma part, je considère que la valeur d'une entreprise est une fonction du retour sur l'investissement au coût actuel ; j'entends par "retour" le taux de rentabilité interne (TRI).

Ceci signifie premièrement qu'on ne peut pas mesurer la performance par la croissance, car celle-ci est le résultat du niveau de réinvestissement et du taux de retour sur cet investissement ; on ne peut mesurer correctement la performance qu'en examinant le retour par rapport au coût du capital.

Deuxièmement, on ne peut pas se fonder sur la progression du cours des actions, car celui-ci reflète les changements de retour sur capital et les prévisions du marché sur ce retour, et non le retour absolu.

Enfin, ce qui m'intéresse est bien le retour sur investissement au coût actuel, et non le retour par rapport au capital utilisé tel qu'on le voit apparaître dans les bilans ; en réalité, les méthodes de comptabilité habituelles ne sont pas conçues pour calculer l'investissement au coût actuel.

Lorsqu'une société obtient un retour égal au coût du capital, la valeur de cette société est égale à l'investissement au coût actuel ; au-dessous de ce seuil, la société détruit sa valeur. La courbe qu'on peut dessiner à partir des deux axes que constituent le retour sur investissement au coût actuel et la valeur marchande de la société par rapport à son investissement au coût actuel est exponentielle en fonction du réinvestissement : une société qui réinvestit son *cash-flow* disponible en vue d'un retour élevé augmente sa valeur à un taux croissant.

D'après ce modèle, un bon investissement se caractérise par l'un des trois critères suivants : l'entreprise est achetée à une valeur très inférieure à celle que ses retours justifient ; il est prévisible que les retours de l'entreprise vont augmenter, ce qui entraînera une augmentation de sa valeur ; l'entreprise est capable de réinvestir à des taux de retour élevés.

C'est d'après ces critères que je vais analyser maintenant le cas de Redland.

La mauvaise santé de Redland

À l'époque de l'acquisition de Redland, cette opération ne nous paraissait répondre à aucun de ces trois critères : selon notre analyse, Redland ne pouvait pas augmenter ses retours existants assez rapidement ; elle ne pouvait pas réinvestir dans ses activités de base à des taux de retour élevés ; par conséquent, le prix payé était trop élevé par rapport aux retours que l'on pouvait attendre de cette entreprise.

Les deux premiers points se fondent sur la progression des bénéfices réalisés par l'entreprise et le secteur d'activité, qui peut prendre quatre formes : croissance des volumes de production ; augmentation des prix en termes réels ; réduction des coûts unitaires par synergies ; réduction des coûts unitaires par l'usage de meilleurs procédés.

L'acquisition de Redland par Lafarge permettait de s'attendre à des améliorations certaines sur un seul de ces points, le dernier : la réduction des coûts par l'usage de meilleurs procédés ; et je suis sûr que Bertrand Collomb nous dira tout à l'heure que ces réductions de coûts ont été obtenues en corrigeant certains défauts de gestion de Redland qui étaient bien connus.

Pour ce qui est de la croissance des volumes, il faut savoir que celle-ci dépendait pour Redland, à 50 %, du dynamisme du secteur de la construction en Allemagne, qui était en crise à cette époque.

Enfin, pour ce qui était de l'augmentation des prix en termes réels, l'analyse de la situation montrait que Redland subissait une importante pression sur les prix, qui s'expliquait par trois raisons : le marché des tuiles en béton, spécialité de Redland, déclinait plus rapidement que le marché global en Allemagne ; la surcapacité provoquait une pression sur les prix du produit ; les tuiles en béton souffraient en outre du prix compétitif des tuiles en terre cuite qui constituent un produit de remplacement offrant un meilleur rapport qualité-prix. Dans ce type de situation, la seule solution consiste à réduire considérablement ses coûts de fabrication, ce qui suppose des restructurations coûteuses et par conséquent des marges réduites. Je ne crois pas que cette situation ait été rectifiée aujourd'hui.

Enfin, les possibilités de réduction des coûts unitaires par synergies étaient très faibles : Redland n'était présent, dans le même secteur d'activité que Lafarge, qu'en France, au Canada et dans le nord-est des États-Unis ; il s'agit des activités de granulats et de béton. En revanche, toutes les activités de toiture de Redland étaient nouvelles pour Lafarge et il n'y avait donc pas de synergies significatives à attendre de ce côté, ni du côté des activités de granulats et de béton développées en Grande-Bretagne.

L'évaluation financière de Redland

À côté de l'analyse des perspectives de bénéfices, le jugement que j'ai porté sur cette acquisition se fondait également sur l'analyse financière de Redland.

Selon nos estimations, Redland a été achetée pour 30,4 milliards de francs répartis de la façon suivante : un coût d'actions de 21,5 milliards ; un coût de dettes assumées de 3,3 milliards ; un coût de provisions de retraites de 1 milliard ; un coût minoritaire de 4,1 milliards ; un coût de restructuration et de fermeture estimé à 0,5 milliard. Les bénéfices avant frais financiers et impôts étaient évalués à 2,3 milliards en 1998 et considérés comme susceptibles d'atteindre 3,5 milliards d'ici à l'an 2001, avec une progression plus lente ensuite.

En utilisant une méthode d'évaluation du taux de rentabilité interne semblable à celle que pratique The HOLT Associates, un consultant reconnu en évaluation d'actionnariat, nous avons calculé que le TRI de l'acquisition de Redland serait de 6 %, ce qui est bien au-dessous du coût du capital de Lafarge, qui était de 8,5 % à cette époque.

Le dernier critère utilisable est celui de la durée de vie de l'actif, c'est-à-dire le temps pendant lequel une nouvelle fabrique peut fonctionner avec une dépense minimale de capital, sachant que plus la durée de vie de l'actif est prolongée, plus le TRI augmente. La durée de vie de l'actif de Redland était de treize ans, d'où un TRI de 6 %. Avec une durée de vie de dix-neuf ans par exemple, celui-ci serait passé à 9,3 %, c'est-à-dire bien au-dessus du coût de capital de Lafarge.

De meilleurs investissements dans le ciment ?

Ceci m'amène à penser qu'il aurait mieux valu que Lafarge investisse dans l'industrie du ciment : celle-ci bénéficie d'une durée de vie de l'actif d'environ vingt ans. De plus, Lafarge peut développer avec ce type d'industrie d'importantes synergies partout dans le monde. Enfin, la valeur ajoutée du ciment est supérieure à celle des agrégats, du béton ou encore des tuiles, et Lafarge aurait donc pu obtenir des bénéfices plus importants en investissant dans ce domaine. Je pense que Bertrand Collomb ne me contredira pas, puisque son entreprise vient de réaliser en Asie de nombreux investissements dans le secteur du ciment pendant ces douze derniers mois.

EXPOSÉ de Bertrand COLLOMB

Plutôt que de reprendre point par point les arguments avancés par Arend Dijkers, je me propose de vous raconter de quelle façon les choses se sont passées de notre point de vue, et les raisons pour lesquelles nous avons entrepris le rachat de Redland.

Cette décision n'a pas été prise sur un coup de tête en 1997. Dès les années 1993-1995, nous avons décidé de devenir leader mondial pour les matériaux de construction. Il ne s'agissait pas d'un vertige mégalomane, mais simplement de l'idée qu'on ne peut pas durablement gagner d'argent dans un secteur où l'on n'est pas leader, ce qui n'est du reste pas une question de taille - encore qu'une entreprise puisse difficilement être leader si elle est trop petite -, mais plutôt de capacité d'initiative, de mouvement, d'innovation.

De plus, l'un des problèmes de l'entreprise est de trouver des opportunités qui lui permettent de se développer de manière équilibrée et de réduire sa vulnérabilité en "étalant" les risques ; le secteur des matériaux de construction est à la fois assez large pour offrir des opportunités variées, et assez circonscrit pour permettre de développer un savoir-faire et des synergies qui fassent du groupe un ensemble réellement cohérent.

Comme nous connaissions, en 1995, une situation financière très confortable, au point que les investisseurs nous reprochaient d'avoir trop de fonds propres et pas assez de dettes, nous avons créé un petit groupe et embauché un consultant chargé de chercher des opportunités nouvelles, avec quatre critères : l'intérêt du produit ou de l'activité et leur potentiel en termes de croissance ; leur proximité avec les activités de notre groupe et la possibilité de créer de la valeur par nos propres apports ; la possibilité de construire en quelques années une position leader dans le domaine considéré ; et bien entendu l'existence d'opportunités, sachant que celles-ci peuvent varier énormément, et qu'une affaire extrêmement intéressante qui paraît "intouchable" peut être mise aux enchères quelques années ou quelques mois plus tard.

À partir de ces quatre critères, le secteur de la tuile, dans lequel Redland était en position incontestable de leader, a été rapidement identifié. Certains des produits de Redland ne nous intéressaient pas, mais il se trouve qu'ils ont été vendus peu de temps après ; par ailleurs, Redland avait également développé la production de granulats, domaine dans lequel nous avons un déficit de taille et de professionnalisation, mais où les opportunités de développement avaient été limitées, en raison de prix d'acquisition très excessifs.

Nous avons alors procédé à une évaluation économique de Redland, dont le cours en Bourse était passé en quelques années de 6 livres à 3,5. Comme la valorisation boursière coïncidait avec notre propre estimation de l'entreprise, il n'était pas possible d'envisager une OPA ; en revanche nous pouvions proposer à Redland de réaliser une fusion. Nous l'avons donc fait ; la direction a immédiatement refusé notre offre, et nous nous sommes rabattus sur un projet de joint-venture en France, car il y avait clairement des synergies et de la valeur à créer dans notre pays.

Sur ces entrefaites, en septembre 1997, Redland a publié des résultats semestriels plutôt bons, mais assortis de commentaires maladroits qui ont provoqué une chute de 20 % à 25 % du titre en deux séances, le faisant passer à 2,2 livres. Nous avons immédiatement procédé à la mise à jour de nos évaluations, pour vérifier si l'estimation à 3,5 livres était toujours valable ; nos calculs ont montré que malgré quelques changements à la hausse ou à la baisse dans certains secteurs, la valeur restait globalement la même. Le conseil d'administration a été réuni le vendredi soir et les conseillers en communication se sont mis au travail ; la négociation avec les banquiers a duré toute la nuit du samedi au dimanche et le plan de financement de dix-sept milliards a été signé le dimanche matin à 11h ; nous avons ainsi pu annoncer l'offre dès le lundi matin 13 octobre.

De délicats problèmes de communication

La présentation à la presse a été relativement facile, surtout en France : on n'a pas de mal à mobiliser les journalistes sur un événement de cette nature et de cette ampleur. Les Anglais étaient beaucoup plus réticents, et le *Financial Times* a suggéré que j'avais des "napoleonic tendencies" ; j'ai dû mettre en avant les séjours que j'avais faits aux États-Unis et faire comprendre que je n'étais pas un Français qui montait à l'assaut de l'Angleterre, mais un chef d'entreprise qui se conduisait comme n'importe quel entrepreneur dans le monde.

L'exercice était beaucoup plus délicat en ce qui concernait la présentation aux analystes financiers et aux actionnaires, d'abord parce que les uns comme les autres veulent avoir des chiffres ; or il s'agissait d'une OPA "non sollicitée", et nous n'avions donc eu accès qu'aux informations publiées. Non seulement nous ne connaissions pas tous les chiffres, mais en fournissant trop de détails sur nos propres calculs, nous pouvions nous susciter des concurrents. De plus nous nous adressions à la fois aux actionnaires de Redland et à ceux de Lafarge, qui sont d'ailleurs souvent les mêmes : en expliquant aux actionnaires de Lafarge qu'il s'agissait d'une opération extraordinaire, nous risquions que les actionnaires de Redland exigent une augmentation de l'offre ; en expliquant aux actionnaires de Redland qu'au-dessus de cette somme l'opération ne nous intéressait plus, nous risquions de faire paniquer nos propres actionnaires. C'est pourquoi nous avons prudemment choisi de fournir le moins de chiffres possible. Nous avons axé notre présentation sur le fait que Lafarge allait devenir leader mondial en matière de toiture et de granulats et renforcer sa présence en Allemagne, pays clef dans le secteur des matériaux de construction en dépit de difficultés conjoncturelles, et surtout l'un des rares marchés où "la qualité paye", et où par conséquent le dynamisme en termes de normes, de spécifications, de technologie, est reconnu et valorisé ; quant aux actionnaires de Redland, il s'agissait également d'une bonne affaire pour eux puisque le titre serait racheté à un prix supérieur à sa valeur boursière.

Notre communication a été plutôt bien accueillie à Paris, mais assez mal à Londres, où on nous a beaucoup reproché cette "lubie" de prendre le *leadership* mondial : selon les analystes financiers anglais, l'important était la création de valeur plutôt que la taille de l'entreprise. Ils étaient d'autant plus inquiets qu'ils avaient assisté depuis quatre à cinq ans à la lente descente aux enfers de Redland, élément qui était moins connu en France, où Redland avait peu d'actionnaires. De plus, les analystes anglais étaient très sensibles au fait que l'opération reposait sur assez peu de synergies "hard", c'est-à-dire de synergies par fusions, restructurations et suppressions d'emplois.

Zone de turbulence

Les incertitudes qui pesaient sur le bien-fondé de l'opération ont conduit un certain nombre d'analystes financiers à émettre sur Lafarge des opinions défavorables ; elles ont culminé au moment de l'OPA, avec 15 % d'opinions négatives, ce qui est beaucoup, compte tenu d'un biais structurel selon lequel les analystes ont naturellement intérêt à ce que le volume des transactions soit le plus important possible. Cet élément a pesé sur le cours du titre Lafarge, qui avait connu des niveaux très élevés en 1997 mais avait perdu, en novembre 1997, 15 % de sa valeur ; ce chiffre doit cependant être relativisé en raison du début de la crise asiatique qui a entraîné une baisse générale du CAC 40.

Pendant ce temps, Redland essayait de se défendre en adoptant une stratégie de vente par appartement, dans le délai de quarante-cinq jours prévu par la législation anglaise. Des actionnaires allemands ont alors proposé de racheter l'activité toiture ; si cette vente se faisait, Redland pouvait distribuer une partie importante de la valeur de l'action et faire patienter les actionnaires pour le reste, ce qui aurait compromis le succès de notre propre opération. Nous avons donc décidé de relever notre offre de 6 % à 7 % et le conseil de Redland l'a finalement acceptée. Nous nous sommes alors empressés d'acheter, de peur qu'un troisième concurrent n'intervienne ; au bout de deux jours, nous avons acquis pratiquement 51 % du capital.

Organiser l'intégration de Redland

L'enjeu était alors de parvenir à intégrer rapidement et efficacement Redland, c'est-à-dire dix-huit mille personnes et vingt-deux milliards de francs de chiffre d'affaires. Pendant les quelques mois qui suivent un rachat, il y a comme un état de grâce : les gens s'attendent à ce que l'acquéreur modifie un certain nombre de choses, et sont donc disponibles pour des changements ; mais si l'on manque cette occasion, ils maintiennent leurs habitudes ; il est beaucoup plus difficile de les convaincre d'en changer au bout de deux ou trois ans.

Les méthodes d'intégration sont différentes selon qu'on maîtrise déjà le métier concerné ou non. Il y a encore vingt ou vingt-cinq ans, le transfert des processus se faisait essentiellement par la circulation des hommes ; mais cette méthode était très lente et ne fonctionnait pas toujours. Nous avons donc fait des efforts importants de formalisation en ce qui concerne les facteurs clés de succès des métiers, mais aussi les différentes étapes d'un processus d'intégration : un guide récapitule ce qui doit être fait dans le premier mois d'une acquisition, dans les trois premiers mois, dans les six premiers mois, etc., et fournit les coordonnées de membres du réseau susceptibles d'apporter leur aide à chacune des étapes. Il s'agit d'un simple cadre qui permet de nombreuses adaptations aux situations particulières, mais du moins la gestion de ce processus complexe ne repose-t-elle plus sur les épaules d'un ou deux individus isolés.

Dans le cas d'une activité nouvelle, les choses sont évidemment plus complexes. Pour l'activité de toiture, nous disposions d'une étude stratégique qui avait été réalisée dans le cadre de nos premières démarches de prospection. Pendant les six premiers mois de l'intégration, nous avons pu confronter la vision du management de Redland, le point de vue des consultants, et notre propre approche : à cet égard, ne pas avoir vingt-cinq ans d'expérience dans un métier peut être considéré comme un inconvénient, mais aussi comme un avantage, surtout quand les conditions d'exercice de ce métier changent ; il est parfois utile d'avoir un regard complètement neuf sur une activité.

Globalement, l'intégration a été facilitée par le fait que la plupart des managers seniors du siège de Redland sont partis spontanément, tandis que les opérationnels sont restés dans leur grande majorité, ce qui nous a permis de rattacher directement les différentes unités à l'organisation du groupe. Nous avons créé des équipes d'intégration qui avaient pour mission de prendre des contacts pour apprécier le plus rapidement possible la qualité des managers qui restaient en place, avec un a priori favorable à leur maintien à leur poste : il importe peu de changer de responsable de l'évaluation stratégique, mais on a tout intérêt à garder un homme de terrain, qui a vendu un produit pendant dix ou quinze ans et connaît les attentes et les réactions de la clientèle, quitte à modifier le cadre stratégique dans lequel on lui demande de travailler.

Le dernier secret de la réussite d'une intégration, c'est l'ampleur des moyens qu'on y consacre : pendant six mois, l'ensemble du management de Lafarge, y compris moi-même, a consacré plus de 50 % du temps à cette opération, avec en outre l'aide d'un certain nombre de consultants dont le coût, lorsque j'en ai eu connaissance, m'a fait dresser les cheveux sur la tête.

Enfin des chiffres

Après le rachat, dans la mesure où nous n'avions plus de concurrence à craindre, nous avons pu commencer à donner davantage de chiffres aux analystes ; nous avons annoncé un impact positif de deux cent cinquante millions sur les résultats de Lafarge en 1998 ; une progression forte des résultats pour l'an 2000, de l'ordre de 1,2 milliards, sans provision exceptionnelle, puisqu'elle serait prise en compte dans le bilan d'entrée ; et enfin, une création de valeur avec une rentabilité supérieure à notre coût moyen des financements, estimé à 8,5 %.

Les réactions à ces chiffres ont été plutôt favorables et le titre a énormément progressé dans le premier semestre de 1998, ce qui était d'autant plus remarquable qu'au même moment nous avions

procédé à une augmentation de capital de 3,2 milliards pour financer la poursuite du développement du groupe, et que ce type d'opération a généralement tendance à peser sur le cours en Bourse. Le deuxième semestre de 1998 est moins bon, mais ces résultats s'expliquent sans doute par bien d'autres éléments, comme la conjoncture nord-américaine et mondiale.

Quant à nos prévisions, elles ont été prises en défaut sur deux aspects : nous avons annoncé un redressement de la situation en Allemagne, et l'année 1998 a en réalité été très mauvaise. En revanche, nous avons trouvé dans ce pays, que ce soit dans le secteur de la toiture ou dans celui des granulats, des possibilités d'économie de coûts largement supérieures à tout ce qu'on pouvait imaginer : après trente ans de croissance continue et un boom extraordinaire enregistré au moment de la réunification, la filiale avait connu, durant les deux dernières années, une baisse significative à laquelle aucun remède n'avait été apporté parce qu'elle avait été considérée comme purement conjoncturelle. Les managers avaient fini par s'inquiéter et ils étaient sur le point de lancer une grande étude pour réduire les coûts. La situation était donc mûre pour que nous puissions intervenir rapidement et efficacement : en quelques mois, a été annoncée la fermeture de six usines, ainsi que d'autres initiatives.

Par ailleurs, la toiture a très bien progressé dans les autres pays et les granulats se sont énormément développés en Amérique du Nord ; quant à l'Angleterre, nous avons constaté que Redland pratiquait en fait un management presque essentiellement financier, très déconnecté des opérations : il y a encore quinze jours, j'ai créé la surprise en passant toute une journée avec les cadres anglais, qui n'en revenaient pas que je trouve le temps de travailler un peu avec eux ! C'était d'autant plus dommage qu'à la base, l'encadrement s'était ressaisi et avait fait depuis deux ou trois ans des efforts importants pour améliorer les processus dans le secteur des granulats. Nous avons pu poursuivre sur la lancée et mettre à jour des convergences importantes entre leurs méthodes et celles que nous avons développées de notre côté.

Sur le plan financier, le résultat d'exploitation a augmenté de 20 % par rapport aux chiffres de 1997 et l'impact sur le résultat net du groupe, après paiement des frais financiers, a été de trois cent cinquante millions au lieu des deux cent cinquante qui avaient été annoncés.

Les inquiétudes de nos actionnaires se sont donc dissipées et la majorité des analystes financiers se montrent beaucoup plus confiants, sauf quelques irréductibles comme Arend Dijkers, qui estime que c'est sur la longue durée que nous devons faire nos preuves ; mais je ne désespère pas de lui prouver, dans les années qui viennent, qu'il était vraiment possible de créer de la valeur sur cet investissement.

Conclusion

En conclusion, il me semble que l'obligation qui est faite aux chefs d'entreprise de rendre compte à leurs actionnaires de la façon dont ils envisagent de créer de la valeur est fondamentalement saine : la création de richesses est bien la mission première de l'entreprise. En revanche, cela ne signifie pas qu'ils doivent nécessairement se laisser dicter leurs décisions par les actionnaires ; plusieurs entreprises anglaises, poussées par la City à investir à tout prix aux États-Unis à une époque où c'était à la mode, le regrettent amèrement aujourd'hui : la stratégie est une chose, mais c'est dans l'exécution qu'on fait la différence, et il n'est pas très facile de juger, de l'extérieur, de la qualité de l'exécution.

Cela dit, je crois que les investisseurs ont une approche plus pragmatique de l'entreprise que les analystes : ces derniers construisent des discours, alors que les investisseurs veulent avant tout des résultats ; c'est pourquoi ils se fient davantage aux qualités propres du chef d'entreprise, en tout cas lorsque celui-ci a su se construire une crédibilité en faisant ce qu'il annonçait et en rendant compte des écarts qui pouvaient éventuellement survenir par rapport à ses prévisions.

Enfin, il me semble que pour créer de la valeur, on ne peut pas se contenter de faire des choses “évidentes” : par définition, ce qui est évident est déjà escompté par les marchés ; on est donc obligé, de temps en temps, de se lancer dans des entreprises avec lesquelles tout le monde n’est pas d’accord, faute de quoi il serait impossible de créer de la valeur.

DÉBAT

Les analystes préfèrent les entreprises spécialisées

Un intervenant : *Arend Dijkers, vous passez beaucoup de temps à étudier les entreprises du secteur dont vous vous occupez : votre travail s’apparente presque à celui d’un chercheur, avec une compétence d’autant plus fine qu’elle est spécialisée ; mais j’imagine alors que les entreprises qui étendent leur champ d’action pour diminuer leur vulnérabilité, comme nous l’a expliqué Bertrand Collomb, compliquent nécessairement votre travail, puisque cela vous oblige à élargir votre propre champ de compétence. Ne serait-ce pas pour cette raison qu’on dit souvent que les actionnaires n’aiment pas les entreprises qui interviennent dans des secteurs variés, et qu’on recommande plutôt les spin-off ?*

Arend Dijkers : C’est vrai qu’il y a une grande différence entre l’étude d’une petite entreprise comme Rugby, qui n’est implantée que dans trois pays, et celle de Lafarge ou de Saint-Gobain, qui sont d’énormes empires ; mais j’essaie dans tous les cas de faire mon travail avec la même énergie et le même soin.

Comment prévoir l’improbable ?

Int. : *On peut malgré tout se demander si vous êtes correctement “équipé” pour analyser le fonctionnement des entreprises. La réussite de l’opération menée par Lafarge est liée essentiellement à la qualité de sa gestion ; or les analystes financiers s’occupent moins de gestion, c’est-à-dire de tout ce qui est qualitatif et souvent impondérable parce que lié à la personnalité des hommes, que d’économie, c’est-à-dire de choses quantifiables et prévisibles. L’analyste financier dispose-t-il de tous les outils nécessaires à une évaluation complète ?*

A. D. : Je crois qu’il entre dans mes fonctions de connaître le type de management pratiqué par chaque entreprise : ce n’est pas le capital qui est rare, ce sont plutôt les bons managers, et ma tâche est de repérer ceux qui sont bons en toutes circonstances. Mais encore une fois, c’est naturellement plus facile lorsqu’il s’agit d’une petite entité, dont je peux connaître toute l’équipe d’encadrement, avec ses points forts et ses points faibles, que lorsqu’il s’agit de Lafarge ou de Saint-Gobain.

La gestion est-elle une science ou un art ?

Int. : *Au cours des exposés, la différence a été faite entre les synergies “hard” et les simples transferts de meilleurs procédés ; j’ai cru comprendre que les analystes financiers sont essentiellement intéressés par les synergies “hard” ?*

A. D. : Le problème est que les synergies “hard” ont un impact immédiat sur le retour sur investissement, tandis que les opportunités de développement dont Bertrand Collomb a parlé peuvent ne porter leurs fruits qu’au bout de trois, quatre ou cinq ans, voire davantage, et sont très difficiles à quantifier. Or nos clients exigent d’obtenir des prévisions quantifiées très précises pour l’année en cours et l’année suivante ; il est donc difficile de prendre vraiment en compte les perspectives de développement, qui doivent pourtant être le souci majeur du dirigeant d’une entreprise.

Bertrand Collomb : Je crois qu'en réalité les investisseurs ont une double approche : aux analystes financiers, ils ne demandent en effet que des chiffres ; mais en même temps ils cherchent à mieux connaître la personnalité des dirigeants de l'entreprise et apprécient beaucoup de pouvoir les rencontrer. C'est pourquoi je parlais du pragmatisme des investisseurs, sans doute plus grand que celui des analystes financiers.

A. D. : Je crois qu'il s'agit en fait de deux conceptions différentes : la gestion considérée comme un art, ou comme une science ; les Anglo-Saxons sont plutôt du côté de la science, les Français du côté de l'art ! Cela dit, je vous assure que lorsque je rencontre mes clients, j'essaie de leur parler des changements que j'ai pu observer dans le management de telle ou telle entreprise ; mais ils ne m'écoutent pas : ils préfèrent apparemment s'en assurer par eux-mêmes !

L'EVA, nouveau critère de gestion ?

Int. : *Lafarge met en place un intéressement des cadres à la création de valeur pour l'actionnaire, mesurée par l'EVA. Quel est l'enjeu de ce projet ?*

B. C. : La performance de Lafarge sur la longue durée a été très bonne par rapport aux autres entreprises françaises mais son rendement sur le capital est insuffisant si on le compare à celui des entreprises américaines : notre productivité du travail est excellente, celle du capital insuffisante. C'est le problème des entreprises européennes. Comme nous mobilisons beaucoup de capital, cette question est particulièrement importante pour nous.

Or, j'ai été souvent frappé de l'écart de perception entre la base et le sommet de l'entreprise. Le sommet a intégré depuis une dizaine d'années la préoccupation du rendement du capital et de création de valeur : pour les dirigeants, ce ne sont pas des slogans, mais des réalités exigeantes dans leurs relations avec les actionnaires et les marchés financiers. Mais dans l'entreprise, les gens ont des critères différents : le directeur d'usine jugé sur le coût direct de production a par exemple intérêt à ce qu'on fasse de gros investissements chez lui car cela diminue son coût direct. Il cherche donc à obtenir auprès du siège l'investissement dont il rêve. S'il négocie bien, il y arrive. En principe, les études d'investissements assurent une adéquation entre l'intérêt de l'usine et celui du groupe, mais elles sont tributaires des données retenues, et ceux qui font l'étude essaient de concilier le point de vue du directeur d'usine et celui du siège, ce qui crée souvent un biais en faveur de l'investissement. Contrairement à ce que croient souvent les patrons, je pense que les décisions importantes sont souvent prises à la base : les dirigeants voient remonter des propositions résultant de "microchoix" sur lesquelles ils n'ont le temps de se prononcer que par oui ou non. Si les gens de la base n'ont pas intégré les critères du sommet, cela conduit à de mauvais arbitrages. C'est un enjeu du projet d'intéressement des cadres à l'EVA.

Enfin, je constate une évolution profonde des esprits : alors que, chez Lafarge, il était de mauvais goût, il y a quinze ans, d'afficher des prétentions financières lorsqu'on changeait de fonction, aujourd'hui les jeunes me disent qu'ils veulent voir récompenser leurs performances comme dans les sociétés anglo-saxonnes. Lafarge a d'ailleurs été l'une des premières entreprises françaises à introduire des bonus ou des stock-options, mais je constate qu'il faut aller plus loin. Un système de bonus basés sur l'EVA me paraît correspondre à l'évolution souhaitable du style de management.

Je suis cependant très attentif à ce que cela ne conduise pas à un management monodimensionnel : l'EVA est un indicateur annuel et on ne crée pas de la valeur sur un an, mais sur dix ou quinze ans.

Comment imposer une culture d'entreprise en six mois ?

Int. : *Je voudrais revenir sur votre programme d'intégration : le récit que vous en faites ressemble à un conte de fées, mais j'ai du mal à croire qu'on puisse intégrer dix-huit mille personnes en six mois. Qu'est devenue leur culture d'entreprise ? Avez-vous réellement réussi à leur imposer la vôtre ?*

B. C. : Je suis loin de prétendre que tout le monde a été parfaitement heureux pendant cette phase d'intégration, mais dans l'ensemble, c'est vrai qu'elle s'est très bien déroulée, et ceci pour une raison très simple : toute alternative au rachat de Redland par Lafarge aurait sans doute été pire. Nous n'avons pas pris d'assaut une entreprise pleine de vitalité et unie autour de ses dirigeants ; nous avons racheté une entreprise qui connaissait des difficultés et qui était en train d'être découpée en morceaux destinés à être vendus aux concurrents locaux. Par ailleurs, j'ai la prétention de penser que Lafarge jouit d'une image plutôt favorable dans le secteur des matériaux de construction, et que son style de management et l'atmosphère de travail qui y règne ne sont pas jugés de façon a priori négative.

Pour ce qui est de la diffusion de la culture Lafarge, elle a été facilitée par le fait qu'il n'existait pas de culture unique chez Redland : c'était en réalité une mosaïque d'affaires, avec de grandes différences entre, par exemple, la culture de la filiale allemande qui produisait des tuiles, et celle du siège londonien. Nous ne rencontrons donc pas de grosses résistances. L'opération est beaucoup plus difficile, lorsqu'il s'agit par exemple de l'acquisition d'une usine en Roumanie. Dans ce cas, on commence par établir des règles qui sont plutôt du domaine du "hard", concernant par exemple les systèmes, les termes particuliers, etc. ; peu à peu, des échanges ont lieu sur les principes de fonctionnement ou sur les valeurs, et on finit par aboutir à une fusion des cultures qui peut être enrichissante pour le groupe tout entier.

Présentation des orateurs :

Bertrand Collomb : est président du groupe Lafarge depuis 1989. Ingénieur des Mines, il a fait l'essentiel de sa carrière chez Lafarge, après un début dans l'administration où il avait notamment créé le Centre de Recherche en Gestion de l'École polytechnique, en 1972.

Arend Dijkers : analyste financier à Salomon Smith Barney, où il est responsable du secteur de l'industrie de matériaux de construction et BTP en Europe. Il est spécialiste de l'évaluation de la valeur boursière des entreprises.

Diffusion juin 1999