



La reproduction totale ou partielle d'un ou plusieurs articles d'ONIVINS-INFOS est autorisée, sous réserve des mentions suivantes : "extrait d'ONIVINS-INFOS, le numéro et le mois concernés"

De plus, dans le cas d'une étude, il est demandé de préciser le titre de celle-ci et les sources des tableaux

La reproduction du logo ONIVINS devra, par ailleurs figurer sur les documents intégrant pour une part majoritaire des éléments fournis par l'Office



Division Etudes et Marchés

Stratégie et rentabilité des entreprises de négoce de Bourgogne

Olivier Saulpic¹, Hervé Tanguy²

Juin 2002

Résumé

On comprend que le négoce régional ne soit incité à investir dans la promotion et distribution des produits d'AOC génériques qu'à la condition, d'une part, de ne pas être à court terme concurrencé par des produits bradés de qualité hétérogène mettant en péril la construction de la réputation AOC-Marque et, d'autre part, de pouvoir, sur un terme suffisamment long, se garantir des approvisionnements à un prix qui permette de rentabiliser ces efforts de promotion. Si une régulation minimale du marché amont est un préalable indispensable à la résolution de ce double problème, ce n'est pas suffisant : encore faut-il que les responsables des maisons les mieux placées pour engager ces stratégies soient incités à le faire et en aient les moyens. Dans ce contexte, cette étude vise, en prenant comme exemple la région Bourgogne, à étudier les stratégies suivies par les négociants, leur rentabilité et à s'interroger sur le rôle des structures financières dans l'absence de stratégies marketing ambitieuses résolument tournées vers l'association AOC-Marque.

¹ ESCP-EAP, Paris.

² INRA LORIA Ivry / Seine et Laboratoire d'Économétrie École Polytechnique, Paris, email tanguy@poly.polytechnique.fr

Introduction

Cette étude a été réalisée à la demande de la Direction des Etudes de l'Onivins dans le cadre d'un projet d'enrichissement de la connaissance sur les entreprises de négoce de vins en France qui a débuté en 2000. Ce projet avait un double objectif :

- élucider la relation entre structure financière et stratégie industrielle des entreprises de négoce, en particulier pour savoir dans quelle mesure la difficulté d'accès à des capitaux externes pouvait expliquer la faible croissance de ces entreprises et l'absence de stratégies résolument orientées vers la création de marque. Ce premier objectif rejoignait donc les réflexions entamées sur l'opportunité de création d'un fonds d'investissement spécialisé.
- réfléchir à la conception d'un tableau de bord pour l'aval du secteur qui permette de suivre l'évolution de la performance des entreprises en relation avec les stratégies engagées.

L'étude présentée ici s'attache à répondre au premier objectif par une enquête en Bourgogne (10 entreprises interviewées), à laquelle s'ajoute une analyse financière de la majorité des entreprises significatives de la région, suivies dans la centrale de bilan de la FNEB³. L'analyse a porté sur un cycle long (8 ans) pour éliminer les effets conjoncturels dus aux variations de cours et a privilégié les critères de rentabilité sur capitaux investis et de création de valeur. Ce travail a été présenté au groupe Aval de l'Onivins fin 2000, il a été depuis enrichi d'une comparaison avec la Champagne, ce qui a donné lieu à un document de recherche (Saulpic & Tanguy 2001). Sur la base de ces deux régions, ce document fournit une typologie simple des entreprises, met en scène leur histoire et délivre une grille d'interprétation de leur avenir potentiel, ceci en articulant les contraintes issues des structures financière de ces entreprises avec l'organisation des filières viti-vinicoles d'AOC (propriété collective au vignoble du signal AOC).

Pour tester les modalités d'une enquête exhaustive sur les métiers et la performance économique des entreprises de négoce (second objectif), nous avons étendu l'enquête à une nouvelle région, en l'occurrence le Val de Loire (Cucumel, Saulpic & Tanguy 2001).

³ Fédération du Négoce Eleveur de Bourgogne

Ce rapport est organisé de la façon suivante : dans la section 2, nous rappelons les grands enjeux actuels de la filière et la problématique qui motive notre réflexion sur l'avenir du négoce. Ensuite nous présentons la filière des vins bourguignons (section 3), puis la méthodologie de l'étude (section 4). Les sections 5 et 6 sont consacrés à la présentation des résultats de l'étude et à leur analyse, la section 7 conclut.

Les enjeux du modèle d'organisation des filières AOC ⁴

Le négoce régional commercialisant les vins AOC est selon nous une composante essentielle du modèle viti-vinicole français. La réduction des parts de marché des vins français à l'étranger alimente les débats sur le devenir de ce secteur viti-vinicole, plaidant parfois pour un relâchement des contraintes associées à l'AOC et un pilotage de la production par l'aval du secteur. Les signes nous incitant à ne pas nous contenter d'une analyse sommaire ne manquent pas :

- les expériences de contractualisation vignoble-négoce portant sur la livraison de vin sont souvent abandonnées au premier retournement de marché, et ceci dans toutes les régions ;
- d'une année à l'autre, les fortes variations des cours des vins en vrac sur les AOC génériques sont indépendantes de la qualité du millésime, souvent même inversement corrélées ;
- pour une appellation et une période données, les caractéristiques organoleptiques des produits échangés, de même que les volumes de transaction, ont parfois une faible influence sur les cours du raisin et des vins achetés par le négoce ;
- la grande distribution entame sous différentes formes des mouvements d'intégration amont, contractant directement avec des groupements de producteurs et réduisant le rôle du négoce à celui de prestataire de service, ou bien développant des capacités d'achat et d'embouteillage propres ;
- les coopératives se lancent dans l'acquisition de sociétés de négoce pour garantir des débouchés à la production de leurs adhérents ;

Ainsi deux causes majeures, profondément liées, résument selon nous l'explication des limites actuelles du modèle AOC, sans pour autant le condamner, et éclairent du même coup les enjeux à venir et les priorités pour l'action publique :

⁴ Pour une synthèse des travaux éclairant cette question, voir le document suivant : « Concurrence internationale : quel avenir pour le modèle AOC ? » Soler, Giraud-Héraud, Tanguy, Cahiers du LORIA 2002.

- L'organisation des marchés amont des vins d'AOC génériques, entre vigneron qui détiennent la quasi-totalité des surfaces productives et négociants qui assurent l'essentiel de la mise en marché est déficiente⁵, ce qui occasionne des variations importantes des cours et l'impossibilité de mise en place de contrats incitatifs garantissant aux metteurs en marché des approvisionnements programmables en quantité et qualité. Ce problème se propage en dehors des vins d'appellation génériques et condamne par avance toute stratégie marketing ambitieuse et viable de la part du négoce, y compris sur les vins de pays.
- La structure financière actuelle des firmes qui sont devenues les partenaires régionaux des vignobles d'AOC pour la mise en marché est peu propice au développement de stratégies de création de marques et de réseaux de distribution propres. Qu'il s'agisse du négoce traditionnel historique ou des entreprises qui ont émergé avec l'essor de la grande distribution, aucune ne souhaite ou n'a les moyens de faire évoluer ces structures pour financer de tels investissements.

Une forte instabilité des marchés amont qui limite les efforts qualitatifs

Le problème trouve son origine dans une relation entre vignoble et négoce qui amplifie les chocs exogènes (aléas de demande) et le caractère limité (par construction) mais aussi rigide de l'offre de produit bénéficiant du nom d'une appellation. Dans un tel contexte, en effet, l'engagement du négoce à découvert vis-à-vis de certains gros clients, la compétition au sein du négoce au niveau des achats et la crainte de rationnement par les viticulteurs (auxquels s'ajoutent des stratégies purement spéculatives de certains acteurs) incitent les négociants à « sur-acheter et sur-payer » par rapport à leurs besoins et moyens immédiats quand les marchés sont porteurs ou dopés par une promotion réussie de l'appellation, ce qui accentue artificiellement les hausses des cours. A l'inverse, quand les prix finissent par se répercuter en bout de chaîne et dissuader distributeurs ou consommateurs finaux qui s'orientent vers d'autres produits, la demande finale faiblit. Le retournement est alors brutal et la chute des cours renforcée par la crainte des viticulteurs de voir s'accumuler des stocks, alors que se profile la prochaine vendange, dont l'ampleur est à nouveau fixée de façon quasi-rigide (rendement autorisé x surface d'appellation). Ce déséquilibre permanent entre l'offre et la demande finit par décourager les constructions à long terme et récompenser comportements opportunistes et

⁵ A une notable exception près, celle de la Champagne.

« passagers clandestins » qui tirent profit du nom de l'appellation sans consentir les efforts qualitatifs qui devraient lui être associés.

Pour éviter ces difficultés, certains négociants tentent de mettre en place des contrats pour détourner une partie des volumes du marché spot vers des relations d'approvisionnement contractualisées reposant sur des cahiers des charges de production plus exigeants sur le plan qualitatif, ceci en contrepartie d'engagements quantitatifs. Mais tant que subsiste la référence du marché spot et tant que les négociants n'ont pas réussi à se différencier suffisamment de l'AOC générique par une signature ou une marque, les contrats ne résistent pas à la concurrence du spot.

Quel financement pour des stratégies de développement fondées sur l'alliance AOC-Marques ?

Dans l'organisation séparée qui domine encore entre, d'une part, le vignoble, propriétaire des terres qui peuvent revendiquer le droit à l'appellation et, d'autre part, le négoce qui sélectionne, assemble et met en marché, le développement suppose une vision commune et un équilibre des forces. Cet équilibre existe quand le négoce investit dans le marketing et la commercialisation jusqu'à pouvoir différencier le produit qu'il distribue, signalé par sa propre marque ; ainsi, le négoce doit parvenir à mieux valoriser le produit que les circuits accessibles directement et à moindres frais par le vignoble. La clé d'une dynamique équilibrée de développement de l'appellation passe donc par la capacité du négoce à vendre plus et plus cher les vins d'appellations que ne pourrait le faire le vignoble, en capitalisant cette compétence dans une marque qui adosse sa réputation à celle des appellations distribuées, et ceci tout en étant soumis à l'aiguillon de la menace de développement de la commercialisation directe par le vignoble⁶.

Le secteur de la coopération pourrait a priori prendre en charge directement la mission de développement commercial en créant ses propres marques. Mais, y compris en Champagne, les coopératives viti-vinicoles semblent éprouver de sérieuses difficultés lorsqu'elles s'aventurent dans cette voie, pour des raisons dont l'analyse dépasse le cadre de ce document.

D'ores et déjà, une fraction importante de la production AOC est écoulee sous des marques possédées par les enseignes de la distribution, en France comme à

⁶ C'est l'interprétation économique du succès de développement de l'appellation champagne fournie dans Giraud, Soler, Tanguy 1999.

l'étranger; on notera que deux facteurs ont favorisé cet essor de la contractualisation avec la grande distribution en France, même si l'enjeu reste de l'ordre de la distribution régionale. Tout d'abord le distributeur investit dans la promotion de sa marque, avant de se lancer dans des relations contractuelles avec l'amont viticole (et ceci lui est d'autant plus facile qu'il amortit ses investissements en réputation sur toute une palette de produits alimentaires) ; ensuite, il préfère les appellations encore peu réputées vis-à-vis desquelles il dispose a priori d'un pouvoir de négociation important et peut représenter l'essentiel des débouchés. Mais il admet en contrepartie de favoriser l'émergence d'un interlocuteur unique, organisé en groupements de producteurs. Ces derniers acceptent alors la règle du jeu : dans un premier temps, obtenir une garantie de commercialisation qui fera connaître l'AOC, quitte à s'engager pendant une certaine durée sur des prix pouvant apparaître faibles au vu des efforts demandés en production ; dans un deuxième temps, se retrouver en position de renégocier ces accords, lorsque la qualité aura séduit le consommateur. Mais l'objectif de ces MDD se limite à la construction de l'image de l'enseigne et n'est clairement pas de bâtir une réputation à des produits leur permettant de pénétrer tous les circuits, en France comme à l'étranger.

Quant au négoce, on comprend qu'il n'investisse de façon massive dans la promotion et distribution des produits d'AOC génériques, déjà dotés d'une certaine notoriété, qu'à la condition, d'une part, de ne pas être à court terme concurrencé par des produits bradés de qualité hétérogène mettant en péril la construction de la réputation AOC-Marque et, d'autre part, de pouvoir, sur un terme suffisamment long, se garantir des approvisionnements à un prix qui permette de rentabiliser ces efforts de promotion. Une régulation minimale du marché amont est un préalable indispensable à résolution de ce double problème ; mais ce n'est pas suffisant, encore faut-il que les responsables des maisons les mieux placées pour engager ces stratégies soient incités à le faire et en aient les moyens.

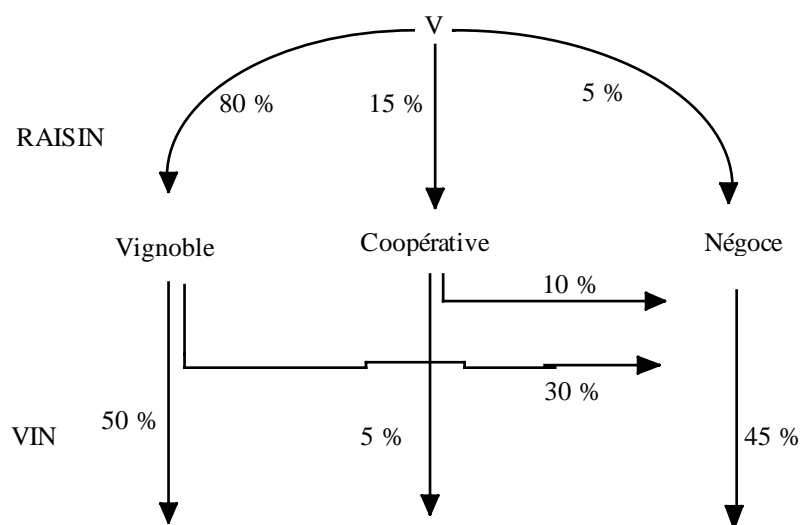
Dans ce contexte, cette étude vise, en prenant comme exemple la région Bourgogne choisie après une enquête préliminaire, à étudier les stratégies suivies par les négociants, leur rentabilité et à s'interroger sur le rôle des structures financières dans l'absence de stratégies marketing ambitieuses résolument tournées vers l'association AOC-Marque.

Présentation de la filière des vins bourguignons

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

- une production assurée par un nombre important de producteurs de raisin qui détiennent collectivement une part très significative des terres (plus de 4000 exploitations pour 26 800 ha de vignes en appellation contre 1275 ha appartenant à 42 entreprises commerciales),
- une commercialisation assurée soit par des coopératives, soit par des négociants la plupart du temps spécialisés sur une région et en relativement grand nombre (faible concentration). Plus de 100 entreprises sont recensées à la fédération du négoce, dont 25 de taille significative, auxquelles s'ajoutent nombre de vigneronn ayant étendu leur activité de commercialisation directe en s'approvisionnant localement.

Sur l'ensemble des appellations de la Bourgogne, les flux sont les suivants :



(Source : BIVB)

figure 1 : Flux de vins entre les acteurs pour l'ensemble des appellations Bourgogne

alors que pour les seules appellations régionales qui représentent plus de la moitié des quantités produites, on obtient le schéma suivant :

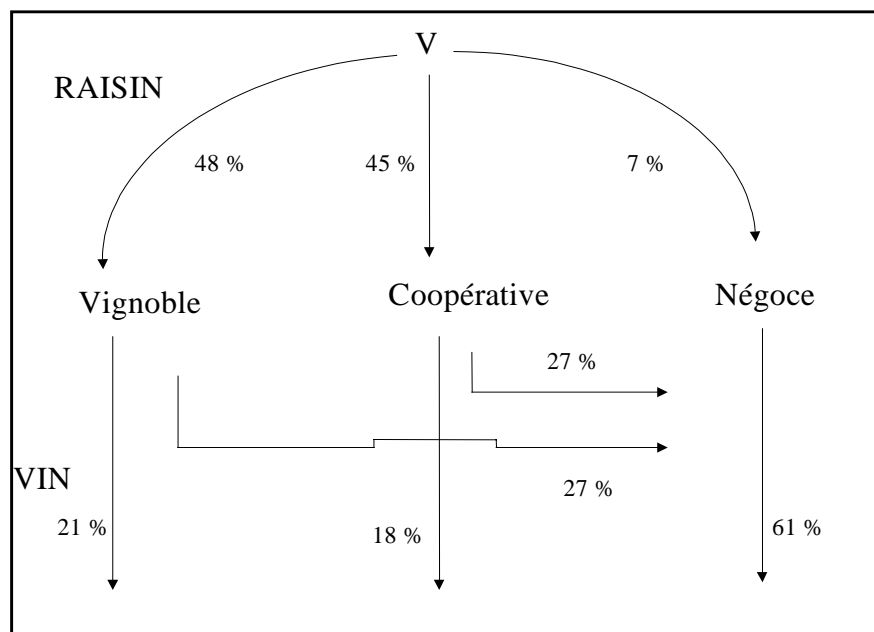


figure 2 : Flux de vins entre les acteurs pour les appellations Bourgogne Régionales

On vérifie ainsi que la descente en gamme s'accompagne d'une plus faible part de commercialisation directe et d'une plus grande dépendance vis-à-vis du négoce.

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 (vieillissement) pour donner un produit fini en vrac (vin en vrac),

qui est alors mis en bouteille (*vin en bouteille*) et commercialisé.

Plus on monte en gamme, plus le stade « élevage » prend de l'importance (durée et impact sur la qualité finale). Le négociant peut être plus ou moins intégré en amont, c'est à dire soit produire du raisin, soit acheter de la matière à chacun des cinq stades précédents, le négoce dit « en chambre » se contentant d'acheter et revendre des bouteilles. 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.

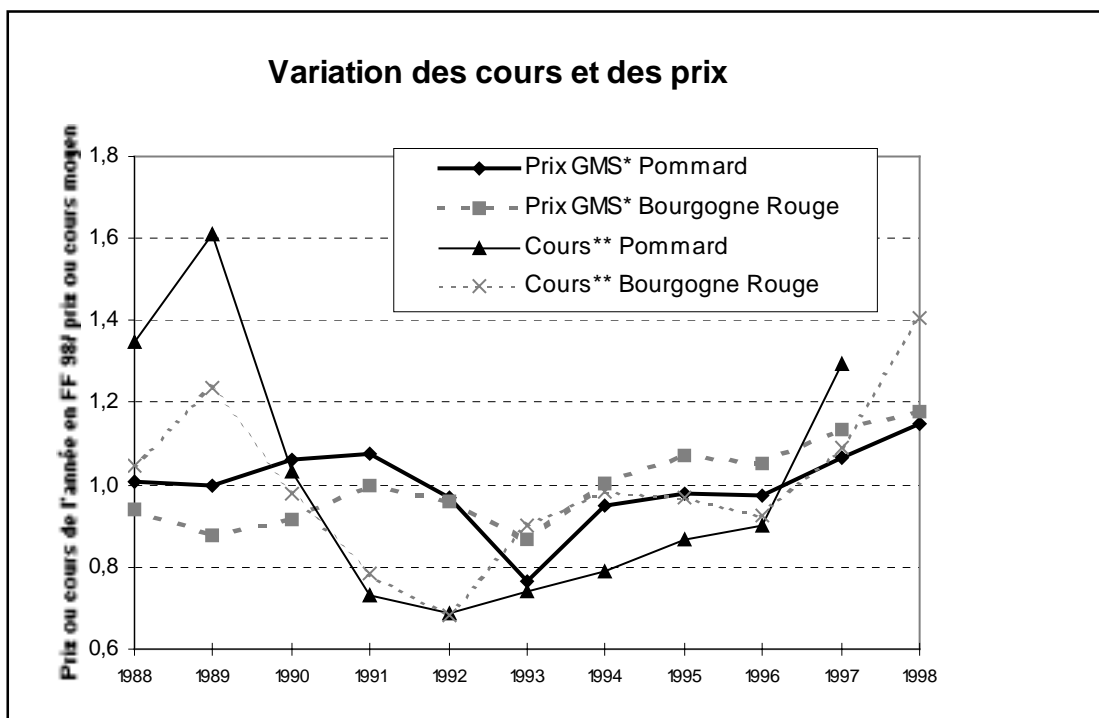
Par ailleurs, le secteur est caractérisé par :

- de fortes variations sur la qualité de la matière première liées notamment aux aléas climatiques ;
- de fortes variations, non synchrones, sur les prix de la matière et du produit fini, qui sont cependant relativement moins importantes au stade du détail (cf. figure 8) ;

un marché de produits intermédiaires (vrac) faisant très peu référence à des engagements contractuels (moins de 3% de contrats écrits et de 26% de contrats oraux dans les appellations régionales)

des prix de transactions qui s'écartent très peu du cours moyen (peu d'influence des caractéristiques propres à la transaction : volumes en jeu, facteurs organoleptique, dates de retraitaison)

des cours moyens annuels dont les variations répondent plus aux variations du disponible en début de campagne (stock + récolte), qu'à celles de la qualité des millésimes.



*Prix public en GMS - Source IRI-Secodip.

**Prix d'enlèvement du vin non encore vieilli à la propriété - Source BIVB.

figure 3 : Variation des cours et des prix de l'appellation Bourgogne régionale et de l'appellation Pommard

Méthode d'analyse du négoce de Bourgogne

Recueil des données

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 Bourgogne⁷ 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,
- d'entretiens avec les responsables des entreprises concernées,
- et d'une analyse financière sur les exercices 90 à 97 réalisée à partir des données d'une centrale de bilan spécialisée⁸. 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'entreprise⁹.

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.

Caractéristiques des entreprises étudiées

⁷ La grande Bourgogne comprend la Bourgogne, le Beaujolais et le Mâconnais.

⁸ Centrale de bilan d'EGVF (Entreprises et Grands Vins de France).

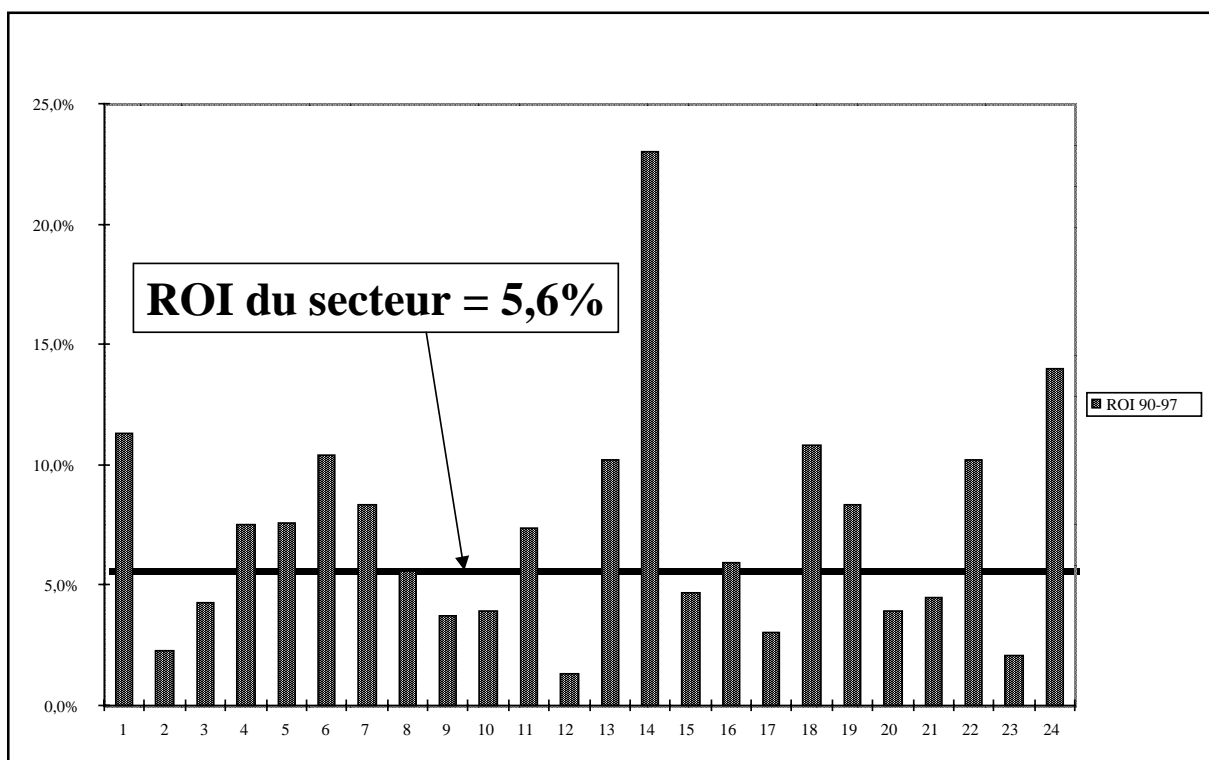
⁹ En effet, le cycle économique se traduit par des variations des performances financières annuelles qui dépendent notamment de la gamme de produit (les variations de cours étant différentes selon les produits) et des réseaux de distribution (plus ou moins adaptés à la répercussion des variations de cours de matière sur les prix du produit fini).

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 provisoirement par son distributeur le plus important à l'export dans une optique de portage ; une autre est détenue par les actionnaires familiaux de son distributeur américain ; la troisième est détenue par un groupe financier mais constitue pour ce dernier 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, la rentabilité moyenne du secteur est faible puisque le ROI moyen¹⁰ des entreprises étudiées est d'environ 5,5 % (cf. figure 4)

¹⁰ 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).



Source : EGVF, analyse Saulpic & Tanguy

Figure 4 : Rentabilité des négociant Bourguignon de l'échantillon

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)¹¹ a progressé de 8,9% par an en moyenne entre 90 et 97¹² ; 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%.

¹¹ 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).

¹² 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.

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.

La vision en termes de rentabilité des capitaux investis doit être également complétée en prenant en compte le niveau des capitaux investis. En effet, dès que le ROI est supérieur au coût du capital, il n'y a significativement création de valeur que si les capitaux investis sont importants. La MVA (« Market Value Added ») représentée sur la figure 5 montre que les entreprises qui ont le ROI le plus élevé ne sont pas celles qui créent le plus de valeur. Il s'agit souvent de petits négociants détenant des domaines et engagés dans une stratégie de niche (gamme étroite et distribution régionale) qui ne peut servir de modèle pour le développement (cf. figure 5).

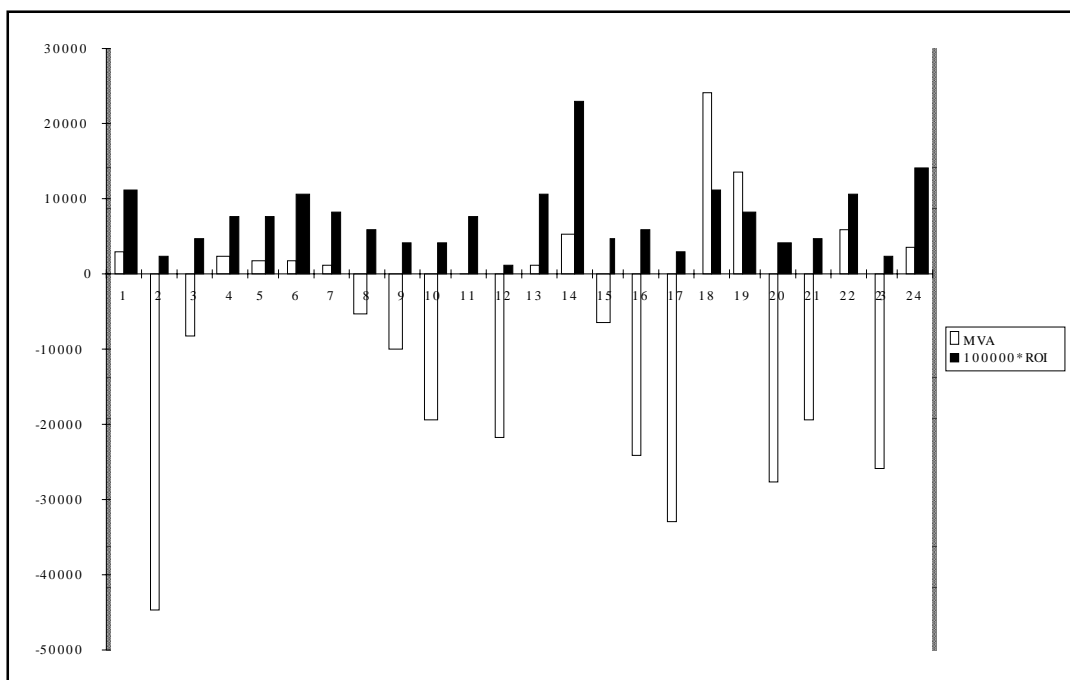


figure 5 : création de valeur des négociants bourguignons de l'échantillon

Résultats

Deux stratégies types

Les monographies ont permis de faire émerger un nombre réduit d'indicateurs permettant d'avancer significativement dans la caractérisation des stratégies des entreprises bourguignonnes :

- part du vin dans le CA total
- part des vins de la Bourgogne dans le CA total
- part des approvisionnements provenant de domaines détenus ou contrôlés par la société
- part des volumes de vins « haut de gamme » vinifiés par la société
- part du haut de gamme dans le CA vin
- part du CA réalisé sous la signature principale
- part de l'export dans le CA
- part de la GMS dans le CA France
- ratio capitaux propres / capitaux investis
- croissance interne ou externe (cf. infra)

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

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

	Vin	Région	Domaines	%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												

figure 6 : Résultat des monographies

A partir de l'analyse de ces données et des interviews, il nous a semblé au final pertinent de positionner les négociants en fonction de trois ensembles de critères capturant au mieux les choix stratégiques et les contraintes financières auxquels font

Le moteur de la croissance :

L'objectif est-il de faire de la « spéculation » (au sens noble du terme) sur les produits, c'est-à-dire acheter en vrac la meilleure qualité au meilleur prix et revendre en bouteilles au meilleur moment ? Une telle politique de spéculation est rendue possible par les variations de cours importantes selon les années, 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 la date de mise en marché en jouant sur la politique de stockage et la durée de vieillissement des vins. La croissance est alors interne. Elle résulte du succès de 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 de croître en augmentant systématiquement les parts de marchés à l'achat ? Cet objectif peut alors être atteint par achats de domaines (mais les possibilités sont structurellement limitées), par une politique d'augmentation régulière des approvisionnements sur le marché vrac, en mettant au second plan le cours et la qualité (acheter quand les autres ne veulent pas), ou bien encore par croissance « externe » via l'acquisition d'autres maisons de négoce.

Notons que de telles acquisitions peuvent certes servir à compléter et étendre la zone d'approvisionnement ainsi que les marchés accessibles, mais aussi dans certains cas s'inscrire dans une politique ambitieuse de spéculation (l'actif stratégique majeur des entreprises achetées se résume alors au stock détenu).

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.

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 :

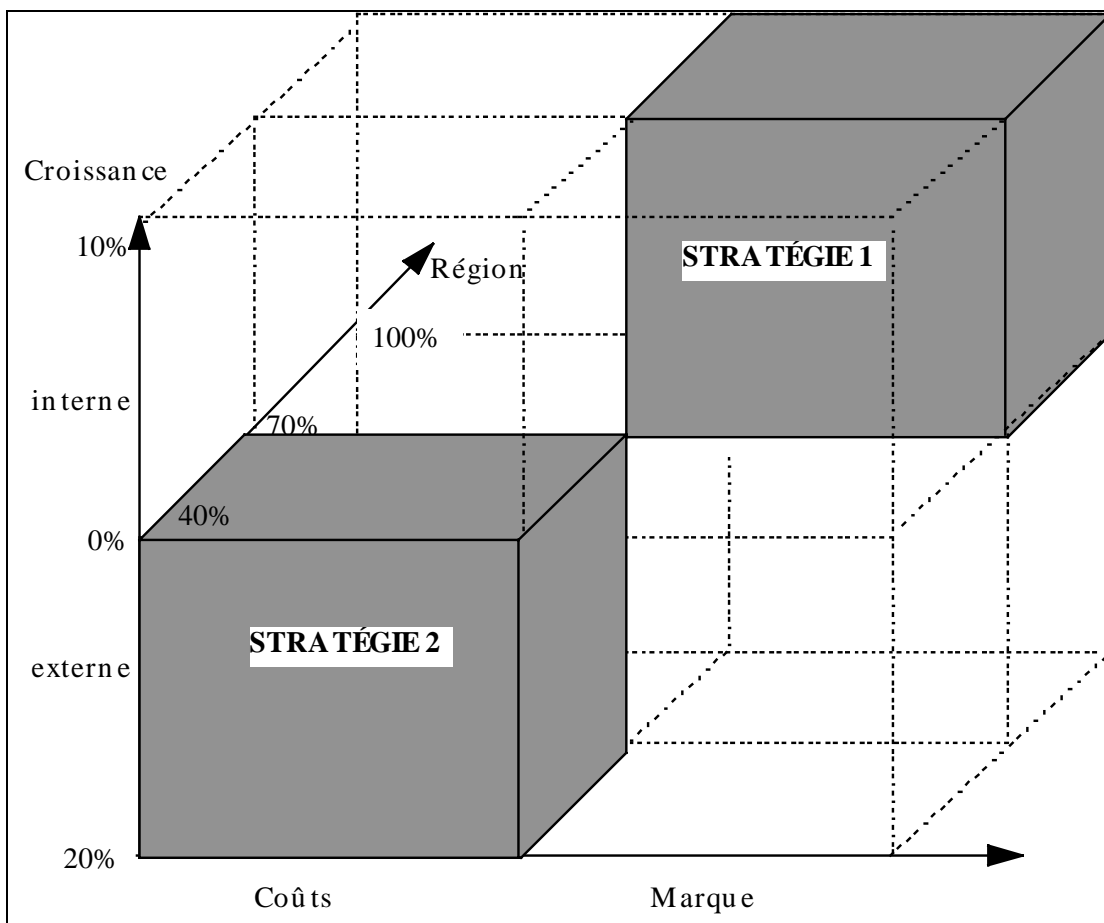


figure 7 : Stratégies types

Première stratégie type

La première stratégie est fondée sur un ancrage régional pour l'approvisionnement, une forte présence à l'exportation¹³ et la promotion d'une signature via notamment le choix des circuits traditionnels en France. Ce positionnement autorise d'une part des politiques d'achat modulées selon les cours et la qualité des millésimes (spéculation) et d'autre part la recherche d'une prime associée à la signature et aux circuits de distribution, notamment sur les appellations régionales. La croissance du chiffre d'affaires n'est pas visée en tant que telle, elle peut être obtenue sur le long terme si la

¹³ 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.

spéculation réussit ; dans le cas contraire, l'entreprise peut se trouver en difficulté et devoir changer de mains.

L'ancrage régional permet au départ de développer une signature synonyme de qualité en s'appuyant sur la notoriété des crus bourguignons et confère une bonne connaissance du marché à l'approvisionnement, condition nécessaire tant à la garantie de qualité autorisant les primes «de signature » qu'à une spéculation réussie. La mise en avant de la signature du négociant 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 deux appellations communales d'un des négociants que nous avons étudiés ont été les suivantes :

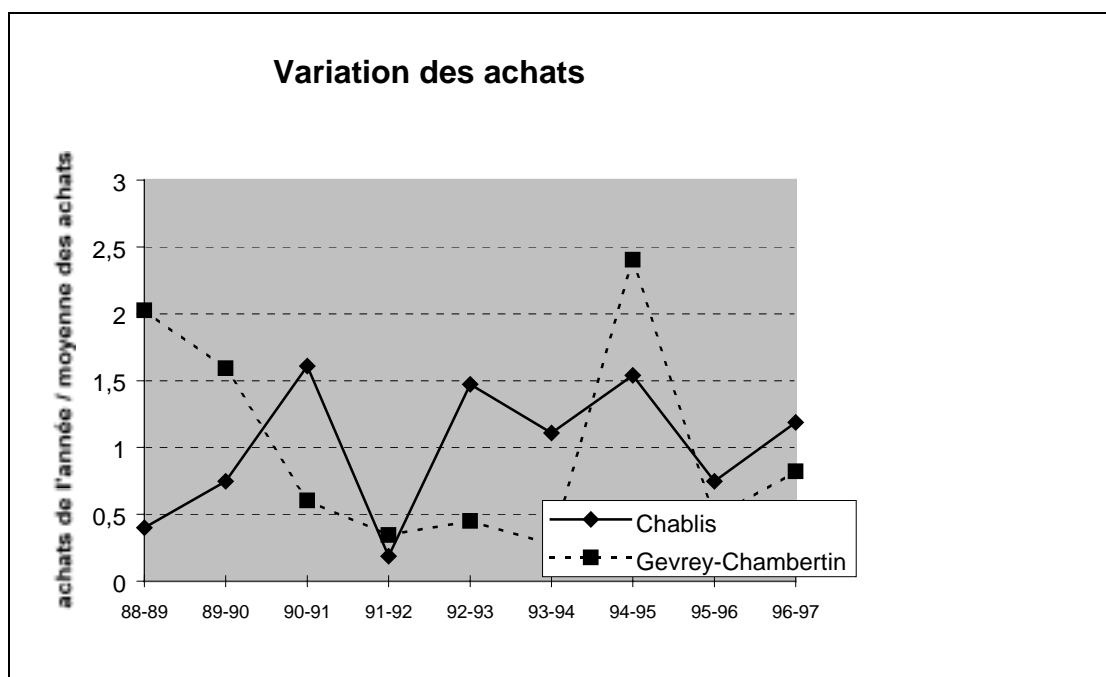


figure 8 : Variation des achats d'un négociants bourguignon

Dans les premiers et grands crus, les variations sont moins fortes car on retrouve de fait une logique d'allocation à la Bordelaise (qui n'empêche pas un marché secondaire de se développer ; en effet quand un négociant ne souhaite pas perdre son fournisseur habituel mais n'a pas les moyens de financer les achats correspondants, il revend immédiatement à un autre négociant) ; dans les appellations régionales en revanche, les variations peuvent être très fortes.

Deuxième stratégie type

La deuxième stratégie est une stratégie de croissance délibérée. Qu'elle se fasse par acquisition de concurrents en difficulté, 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 recherche de source d'approvisionnements en dehors de la 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 à la grande distribution. 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.

Structure financière

On donne en annexe 1 le positionnement des entreprises enquêtées en profondeur sur les axes caractérisant ces stratégies, tout en faisant figurer leur rentabilité sur la période 90-97. Bien entendu, ces entreprises ayant été choisies pour représenter a priori les différents types existant en Bourgogne, on ne dispose pas ici de suffisamment de cas pour inférer statistiquement des relations entre stratégie et rentabilité, ni entre stratégie suivie et structure financière.

Les autres éléments directement tirés de l'analyse financière sont néanmoins les suivants :

Endettement

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 d'autant que le coût de la dette que nous avons retenu est nettement 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 :

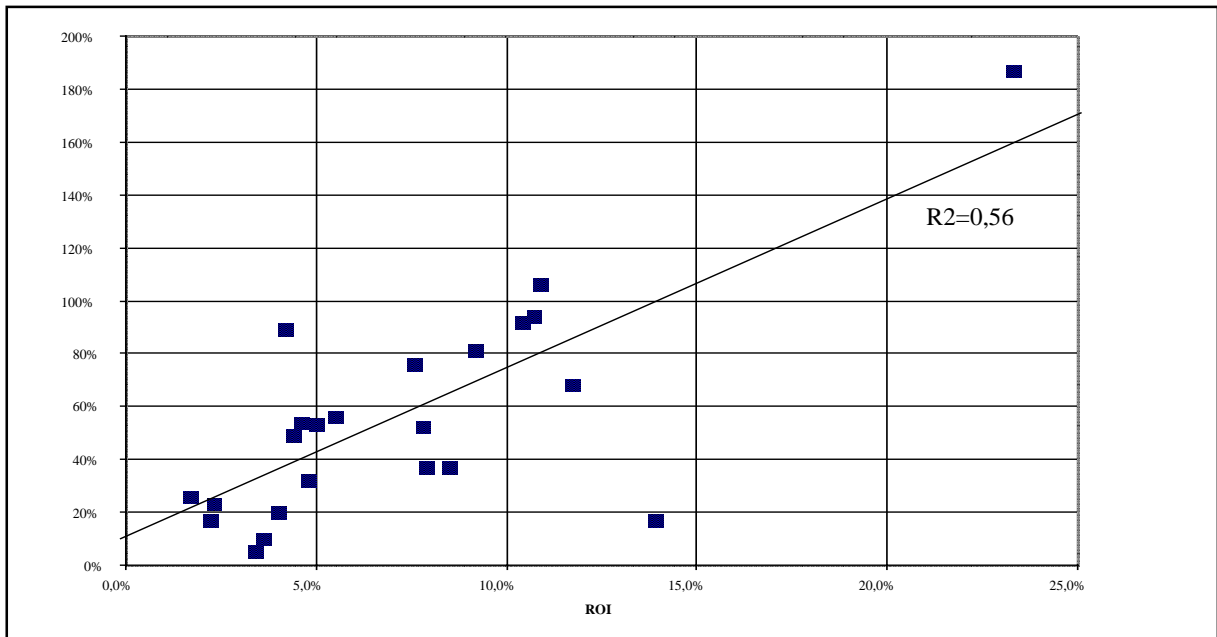


figure 9 : Relation entre endettement et rentabilité des négociants bourguignon étudiés

Au contraire, et bien que le R^2 correspondant à la droite de régression soit faible, le sens de la corrélation serait plutôt inverse (on représente ici en ordonnée le ratio Capitaux Propres / Capitaux Investis).

Le constat sur le lien entre dette et performance pourrait s'expliquer par les contraintes que la dette fait peser sur la stratégie, en imposant une certaine stabilité des cash flows. 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 :

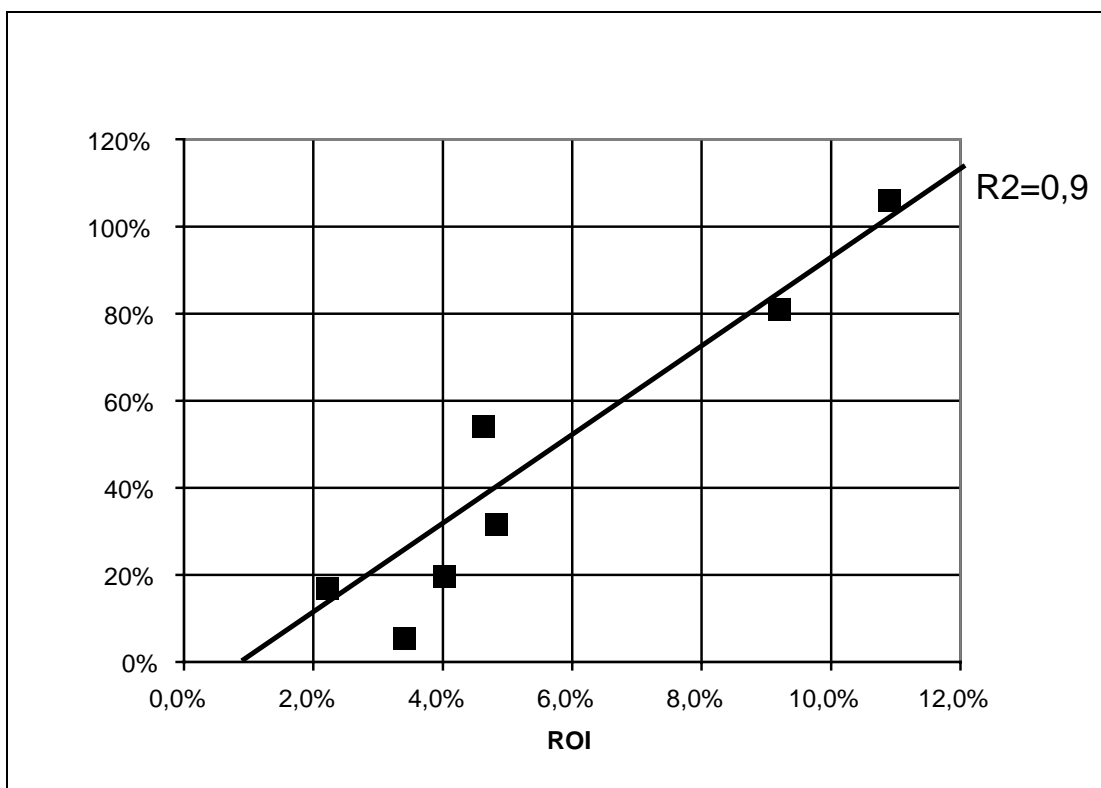


figure 10 : Relation entre endettement et rentabilité des négociants bourguignons de l'échantillon dont la stratégie est de type croissance externe

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 importants¹⁴.

Inversement et de façon ironique, les entreprises engagées dans des stratégies de croissance externe parviennent plus facilement à mobiliser des capitaux (dette long

¹⁴ On observe incidemment qu'il n'est pas toujours pertinent de fonder un test des hypothèses de la théorie financière sur une corrélation entre performance et structure financière (notamment endettement). Cela confirme l'importance de la prise en compte du contexte stratégique et technique (cycles longs et stocks importants dans le cas du négoce bourguignon) pour étudier l'influence des instruments de gestion sur la performance et les décisions.

terme + capitaux propres lorsqu'elles sont cotées, cf ci-dessous), car l'actif acheté est perçu différemment par les bailleurs de fonds, même si parfois la valeur de la cible se révèle ex post être essentiellement un stock acheté à bas prix (outil industriel et marque abandonnés), reproduisant ainsi à grande échelle et de façon plus myope et grossière (car on ne choisit pas le détail des vins achetés de cette façon) une stratégie de spéculation.

Ouverture du capital au marché boursier

Seules, deux entreprises ont procédé à une IPO, sur le second marché de la bourse de Paris : Boisset en 1997 et Cottins Frères (Marque Labouré Roi) en 1999. Ces deux entreprises voient aujourd'hui leurs titres cotés sous leurs cours d'introduction. Après une série d'acquisitions de PME, Boisset escomptait en 1998 refaire appel au marché pour financer sa croissance externe mais ceci n'a pu avoir lieu.

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 du tâtonnement du marché face à l'appréciation de la performance économique de ces entreprises. 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.

Si les prévisions de chiffre d'affaires pour l'année en cours ont été revues à la baisse d'environ 10 % 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 ces cycles ni aux autres caractéristiques du secteur. 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 mentionne 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.

Analyse : stratégie et structure financière

Questions

Les deux stratégies types mentionnées ci-dessus ne semblent pas incohérentes entre elles. En d'autres termes, il vient naturellement à l'esprit de combiner une stratégie de création d'image soutenue et rentabilisée par une spéculation réussie avec une stratégie de croissance externe permettant de valoriser cette image sur une gamme importante.

Des tentatives ponctuelles et limitées vont dans ce sens et tendent à démontrer la pertinence d'une telle orientation. Ainsi, la Maison Latour produit un vin de cépage (Chardonnay) 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 en moyenne 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.

Or l'exemple de la Champagne, structurée autour de groupes importants comme LVMH tend à faire 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.

Par ailleurs, le négoce le plus dynamique, celui qui a émergé ces dernières années, semble aujourd'hui devoir marquer le pas. La première caractéristique de ces entrepreneurs est qu'ils disposent de peu de fonds propres, étant généralement partis de quasiment rien et ayant du « acheter » leurs parts de marché en s'approvisionnant

à des prix relativement élevés (c'est le prix à payer pour l'appellation, marque collective du vignoble) tout en subissant le pouvoir de négociation des centrales d'achat de la grande distribution. La seconde caractéristique est qu'au stade de développement où ils se trouvent, les besoins de cash sont considérables pour franchir une nouvelle étape, qu'il s'agisse de créer une marque (ou en racheter une à fort potentiel) ou bien de poursuivre une croissance externe en dehors de leur région d'origine¹⁵.

S'il a contribué au développement des appellations régionales en leur ouvrant les débouchés de la grande distribution en France puis de l'export, peut-on attendre de cette catégorie d'acteurs la mise en œuvre de stratégies ambitieuses, soit de poursuite de la croissance en volume (passer de l'approvisionnement régional à un portefeuille national d'appellations) soit de la croissance de la valorisation des produits (via la promotion de marques venant compléter les signaux de qualité liés à l'appellation), soit encore une combinaison de ces deux options qui ferait de ces firmes les champions de la défense du système d'appellation dans la compétition internationale ?

Ainsi, se posent deux questions :

- celle de l'évolution du négoce traditionnel : pourquoi les entreprises de négoce traditionnel qui a priori semblent mieux placées que le nouveau négoce pour s'engager dans des stratégies de développement ambitieuses (endettement faible, trésorerie parfois importante, réputation de qualité déjà acquise et signature reconnue dans certains milieux pouvant servir de précieux relais d'opinion : consommateurs avertis, détaillants spécialisés, critiques et prescripteurs) préfèrent-elles exploiter leur position de niche, plutôt que tenter l'aventure ?
- celle de l'évolution du nouveau négoce : pourquoi les nouveaux entrants, qui ont eu une croissance importante ces dernières années, semblent marquer le pas ?

La théorie financière moderne suggère que le type de financement retenu par l'entreprise (dette obligataire, dette bancaire, actions cotées...) influence le choix des

¹⁵ Le développement interne extra-régional semble lent et difficile à conduire de loin, du fait de l'intimité des liens qu'il faut tisser avec le vignoble local. Il faut en effet gagner la confiance de vignerons qui devront arbitrer avec leurs clients traditionnels qui, de leur côté, chercheront naturellement à résister au nouvel entrant sur leur marché. Ainsi les extensions du négoce bourguignon dans la vallée du Rhône ont rarement tenu leurs promesses; ceci a incité nombre de ces négociants à plaider pour une extension du vignoble régional bourguignon associée à une remise en cause des conditions de production, de façon à en abaisser les coûts de production (rapport ENESAD-BIVB), et pouvoir disposer ainsi sur place des volumes nécessaires à la commercialisation dans les circuits modernes concentrés, plutôt que devoir concurrencer les négociants des autres régions.

stratégies industrielles, du fait des conflits possibles entre managers et bailleurs de fonds que ces derniers vont chercher à éviter, ce qui, de fait, limite les fonds externes sur lesquels l'entreprise pourra compter. Notre analyse est fondée sur cette théorie¹⁶.

Evolution du négoce traditionnel

Une première remarque s'impose : ne subsistent aujourd'hui dans cette catégorie que les firmes qui avaient les meilleurs atouts pour se constituer une telle niche stratégique (vignoble propre d'exception, réserves financières importantes, forte présence à l'export dans les marchés les plus dynamiques (Grande Bretagne, USA...)). Beaucoup d'entreprises adhérant à ce modèle dans les années 50, ou bien ont disparu, ou bien ont été absorbées par le nouveau négoce.

Pour ces acteurs, suivre une stratégie « mixte » (i.e. volumes + marque) nécessite des capitaux externes. Aucune des entreprises dont nous avons fait l'analyse financière n'aurait les moyens de s'engager dans une telle stratégie avec les seuls cash-flows internes.

Premiers éléments de diagnostic

Or les problèmes potentiels d'agence entre bailleurs de fonds et managers sont a priori particulièrement importants dans le négoce de vin bourguignon :

- les relations avec les fournisseurs sont cruciales dans un contexte où les appellations appartiennent essentiellement au vignoble (cf. schéma des relations verticales) ; elles sont aussi très personnalisées et peu formalisées, reposant ainsi sur la confiance. Il existe une forme de rationnement pour les grands crus lié à leur rareté alors que les appellations génériques sont de qualité très variable sans que le prix du vrac ne permette de les discriminer. La qualité du travail du dirigeant dans ce domaine (obtenir de bons vins à des prix corrects) est donc difficilement appréciable de l'extérieur ; en outre ce dernier a des compétences spécifiques liées à son histoire relationnelle avec le vignoble.
- 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...), et les

¹⁶ Compte tenu des objectifs de ce rapport, nous ne rentrerons pas dans le détail de cette théorie.

échanges de service sont nombreux et non codifiés avec les réseaux et importateurs-distributeurs (invitation des clients des réseaux à Beaune ¹⁷, aide à la promotion auprès des détaillants, organisation de dégustations etc...).

- la qualité des produits est difficile à apprécier et valoriser. 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, qui compliquent fortement toute appréciation externe de la qualité de la gestion.

A titre d'exemple, nous présentons les variations de résultat net et de ROI d'une entreprise de notre échantillon, ainsi que les variations du ROI moyen de l'ensemble des entreprises de notre échantillon :

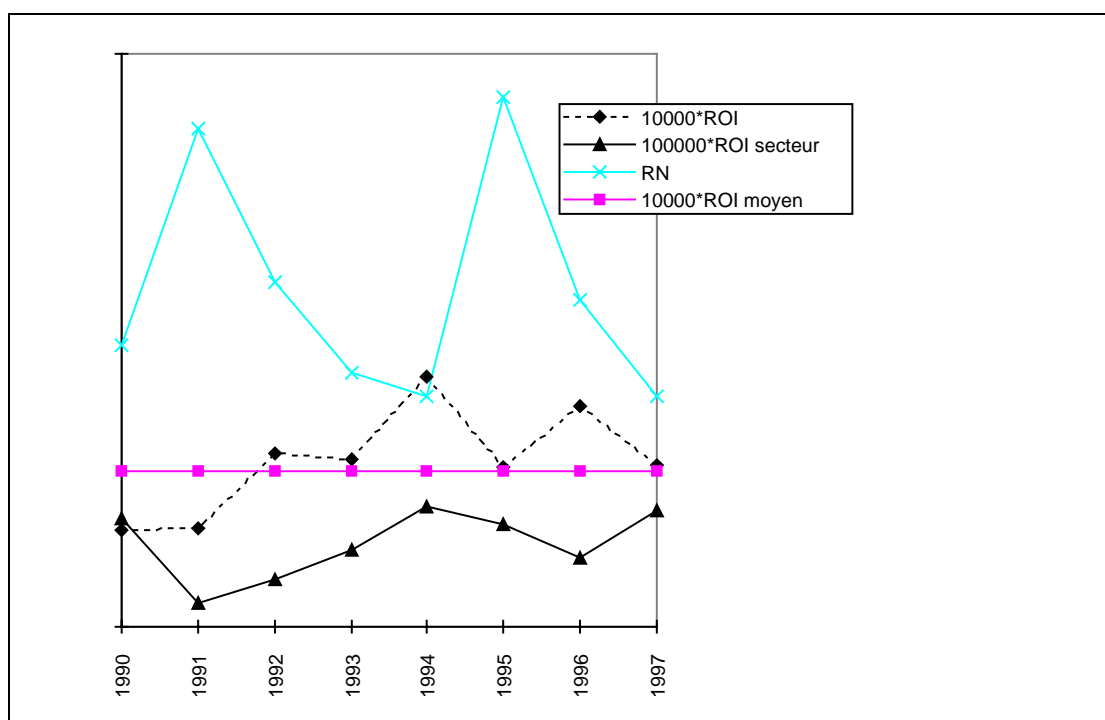


figure 13 : variations de résultat net et de ROI d'une entreprise de notre échantillon

¹⁷ Un négociant « à signature » organise en général plus de 200 déjeuners et visites par an pour les clients internationaux.

On constate bien 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, il n'est pas certain que les entreprises ayant ouvert leur capital aient jugé bon de fournir les éléments qui auraient permis de bâtir de tels modèles.

Analyse

De la série d'interviews conduites avec des dirigeants de ces entreprises, on retient essentiellement qu'ils ne souhaitent pas changer de stratégie, qu'ils ne visent pas la croissance, qu'ils cherchent à consolider en permanence et polir leur organisation, qu'ils veulent préserver leur indépendance, qu'au final, la qualité et le succès de leurs vins auprès des amateurs éclairés et prescripteurs serait intimement liée à la structure familiale du capital et à l'absence d'influence de financiers. Mais les familles s'agrandissent et ne sont pas à l'abri des conflits ; aussi les vellétés d'IPO, ou plus généralement d'ouverture du capital (quand elles existent), seraient à l'origine principalement liées à des questions de gestion de patrimoine (rendre certaines participations liquides).

On peut avancer l'hypothèse suivante pour expliquer la faible ouverture au financement externe :

Supposons que le gain financier attendu de la mise en œuvre d'une stratégie ambitieuse de développement soit telle que l'intérêt particulier de l'entrepreneur à suivre une stratégie traditionnelle s'efface (ou bien encore que la pression des actionnaires familiaux non managers se combine avec la possibilité de déléguer les aspects les moins agréables de la gestion pour prendre sérieusement en considération l'option de développement). Supposons même qu'un plan crédible de financement de cette nouvelle stratégie existe et soit tel qu'après une IPO suivie d'une augmentation de capital quelque temps plus tard, la famille puisse conserver la majorité des droits de vote (et donc les bénéfices privés afférents au contrôle). Un des éléments importants qui serait à l'origine du refus de s'engager dans un tel processus est à notre avis le suivant (même s'il n'est pas toujours explicité tel quel par ces actionnaires managers) : une telle stratégie signifie clairement un changement de métier (faire du volume, du marketing intensif avec de nouveaux prestataires, travailler avec de nouveaux circuits de distribution) et la répétition ou l'amélioration incrémentale des modes de gestion

hérités ne suffit donc plus. Ce nouveau modèle de gestion est aujourd'hui peu connu des actionnaires-managers actuels, de même que la communication financière qui doit accompagner l'ouverture du capital en bourse ; le bon sens commanderait donc de s'appuyer sur des spécialistes et d'engager un directeur général rompu à ce type de métier (issu par exemple d'un grand groupe de distribution de vins et spiritueux). La crainte qui se fait alors jour est qu'une collusion (à minima de compétences et de langage) puisse s'instaurer entre les intermédiaires financiers et le manager de telle sorte que l'actionnaire familial perde rapidement le contrôle réel des opérations et que ceci ne l'expose à une spoliation ultérieure de son patrimoine (au cours des étapes ultérieures, nécessaires, de collecte des fonds).

Evolution du nouveau négoce

Si on passe en revue les différentes sources possibles de financement pour cette catégorie d'entreprises, et pour les deux options stratégiques, on s'aperçoit que les marges de manœuvre sont très faibles :

Dette pour la croissance externe

Tout d'abord, l'endettement de nombre de ces entreprises est déjà proche des limites acceptables par les banques sur la base des ratios prudentiels habituels dans tous les secteurs (destinés à limiter les coûts engendrés par la faillite, ou par les situations où celle-ci menace).

Les banques ont certes pu financer de la croissance externe plus facilement que la croissance interne (car les prêts sont alors uniquement à court terme et étroitement liés à la valeur des stocks, cf supra 5.1), mais si on considère tout d'abord la poursuite de cette croissance externe en dehors de la région de départ, force est de constater que la méfiance des banques peut se justifier. Nombre d'expériences malheureuses ont entamé les fonds propres de négociants, parfois bien mieux armés en notoriété, et qui s'étaient lancés dans l'aventure. Selon nous, une des difficultés majeures de la croissance externe extra-régionale vient des problèmes de délégation liés à la personnalisation des relations du manager (local) avec les fournisseurs et clients critiques (cf ci-dessus 6.2) et donc de la nécessité de se prémunir (ce qui génère des coûts) d'une perte de valeur liée à la menace de son départ. Ceci sera d'autant plus vrai que le négociant se lançant dans la croissance externe ne peut compter ni sur la puissance de sa propre marque, ni sur celle de sa proie. Par exemple, une coopérative fournissant un vin d'appellation pour un négociant qui alimente quelques gros clients démarchés à l'export n'aura pas trop de difficultés pour court-circuiter ce négociant le jour où son dirigeant (ou directeur commercial) s'en désolidarise (et surtout s'il rejoint la coopérative). C'est différent pour une coopérative alimentant sous contrat à long

terme un négociant dont la signature est mise en avant dans les réseaux (par exemple l'Union des Vignerons Coopérateurs de l'Ardèche fournissant le Chardonnay de Latour, cf 6.1.). Pour cette raison, les banques informées sur l'entreprise, elles-mêmes

souvent insérées dans le milieu régional de l'entrepreneur, seront beaucoup plus réticentes à financer de telles conquêtes extra-régionales.

Dettes pour la promotion d'une signature ou d'une marque

Pour développer une signature synonyme de qualité et pouvoir la transformer en marque puissante, il faut d'une part pouvoir piloter les approvisionnements et les durées d'élevage en fonction d'impératifs qualitatifs et d'autre part coordonner cette gestion prévisionnelle des quantités et de la qualité disponibles avec les efforts marketing et le choix des circuits de distribution. La dette, par la régularité de trésorerie qu'elle impose n'est a priori pas adaptée aux grosses fluctuations de cash-flows qu'une telle gestion peut nécessiter (par exemple cumuler une année des achats massifs de vin, lorsque la qualité est au rendez-vous pour s'assurer une disponibilité future moins soumise aux aléas, avec des investissements commerciaux exceptionnels quand l'opportunité de contrôler son distributeur sur un marché prometteur se présente...). En bref, la construction d'une marque, donc d'une réputation, se fait sur le long terme, avec des investissements importants et des dépenses à contre-cycle, et s'oppose en tous points à une gestion des flux soumise à des contraintes de trésorerie.

Marché boursier et stratégies de développement

Pour simplifier, le marché a beaucoup de mal à interpréter les résultats des entreprises de négoce et à anticiper les créations de valeur attendues de la mise en place de telle ou telle stratégie de développement.

Or une introduction en bourse n'a réellement de sens dans une perspective de développement que si elle est suivie de nouveaux appels au marché permettant de rassembler des fonds très importants destinés à lancer l'entreprise sur une trajectoire de croissance. Dans ce contexte, la période suivant l'IPO est en quelque sorte une période test, qui n'a pas été ici, peut-être à tort, jugée favorablement.

Les analystes ne peuvent raisonnablement être spécialisés dans le domaine du négoce de vins vu la faiblesse des capitalisations cumulées en bourse ; on comprend alors d'autant mieux la difficulté à expliciter les logiques technico-économiques du négoce quand on connaît les difficultés qu'ont pu rencontrer en 1985 les dirigeants du

groupe CHPL (Lanson et Pommery) pour convaincre son nouvel actionnaire à 100% (BSN/Danone) du bien fondé de leur stratégie de redressement (cf Tanguy 1989). Ce cas montre aussi au passage que des modèles ad-hoc de simulation de cash-flows prévisionnels ont du être développés avec l'aide d'intervenants externes. Autrement dit, un contrôle efficace peut être mis en place, mais cela nécessite, au-delà d'un contexte incitatif favorable, des compétences et des outils spécifiques (cf aussi Saulpic et Tanguy 2000).

L'ouverture minoritaire au marché présente bien des avantages (en évitant les négociations annuelles compliquées en cas de financement bancaire, cf ci-dessus, et en autorisant un maintien du contrôle par le groupe familial), et serait particulièrement adaptée pour implémenter des stratégies de création de marque impliquant des variations de cash flows importantes pendant la phase de montée en puissance. Elle nécessite cependant pour être menée à bien un investissement important dans les outils de contrôle de la valeur des parts offertes au public, investissement à destination des analystes ou plus généralement des investisseurs non impliqués dans le cœur du métier. Sans efforts pédagogiques considérables, la logique de test qui prévaut dans une IPO (Welch 1989) se prêtera toujours très mal à la mise en œuvre des stratégies de long terme évoquées ci-dessus. Les financements initiaux s'obtiendront sinon sur de mauvaises raisons (haut de cycle, ...) mais ne seront pas reconduits.

Conclusion et perspectives

L'accès au financement pour la mise en œuvre par le négoce de stratégies de développement ambitieuses (marques internationales mono ou mieux encore multi-appellations) pourrait être facilitée par des outils de contrôle plus efficaces : quels que soient les entreprises concernées (ancien ou nouveau négoce) et la source de financement visée, la mise à disposition, à un coût raisonnable, de systèmes adaptés au métier de négociant en vins, qui permettent de procéder à l'évaluation prospective de la performance économique et au suivi de celle-ci, atténuerait certainement les divers problèmes de délégation limitant aujourd'hui les initiatives stratégiques. On ne voit cependant pas quels acteurs feraient aujourd'hui l'effort de développer cette ingénierie spécifique de contrôle.

Les seuls contextes favorables au développement de tels systèmes sont les grands groupes diversifiés cotés qui à la fois ressentent le besoin et ont les moyens d'investir dans ces outils de pilotage (pour anticiper la contribution de leur branche « vins » à leur résultat économique d'ensemble qu'il faudra bien défendre devant les analystes). Une politique publique pourrait alors consister à subventionner le développement de tels systèmes. Une autre éventualité serait de créer ou favoriser l'apparition d'un nouvel acteur (par exemple un fond d'investissement spécialisé dans le négoce de vins) qui retrouverait des incitations naturelles à investir dans des compétences et systèmes de contrôle spécifiques. Il est à cet égard intéressant de noter, dans les rares opérations de rapprochement entre négoce de région différentes, que les rachats se font au sein de la même catégorie de négoce (en l'occurrence traditionnel), ce qui garantit à l'acheteur une meilleure connaissance du métier et de sa logique économique, relativement à d'autres investisseurs potentiels. Mais ceci limite aussi bien entendu la portée de ces acquisitions aux fonds propres dont ces négociants disposent (ainsi, ces deux dernières années : Bouchard -Bourgogne- a été racheté par Henriot -Champagne-, et Chanson -Bourgogne- par Bollinger -Champagne-).

Bibliographie

Aghion, P. et P. Bolton, (1992), An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.

Cucumel G., Saulpic, O. et Tanguy, H.; (2001), « Typologie des entreprises de négoce du Val de Loire », *Rapport pour la Direction des Etudes de l'Onnivins*.

Giraud-Héraud, E., Soler, L.G., Tanguy, H., (1999). Avoiding double marginalisation in the agro-food chain. *European Review of Agricultural Economics*, 26 (2), pp. 179-198.

Giraud-Héraud, E., Soler, L.G., Tanguy, H., (2002). « Concurrence internationale : quel avenir pour le modèle AOC ? », *Cahiers du LORIA*.

Rajan R.G. (1992), Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt, *Journal of Finance*, vol. XLVII, n° 4, 1367-1400.

Saulpic, O. et H. Tanguy, (2000), Incitations sur Objectifs et Flexibilité Stratégique, à paraître in *Revue Française de Gestion*.

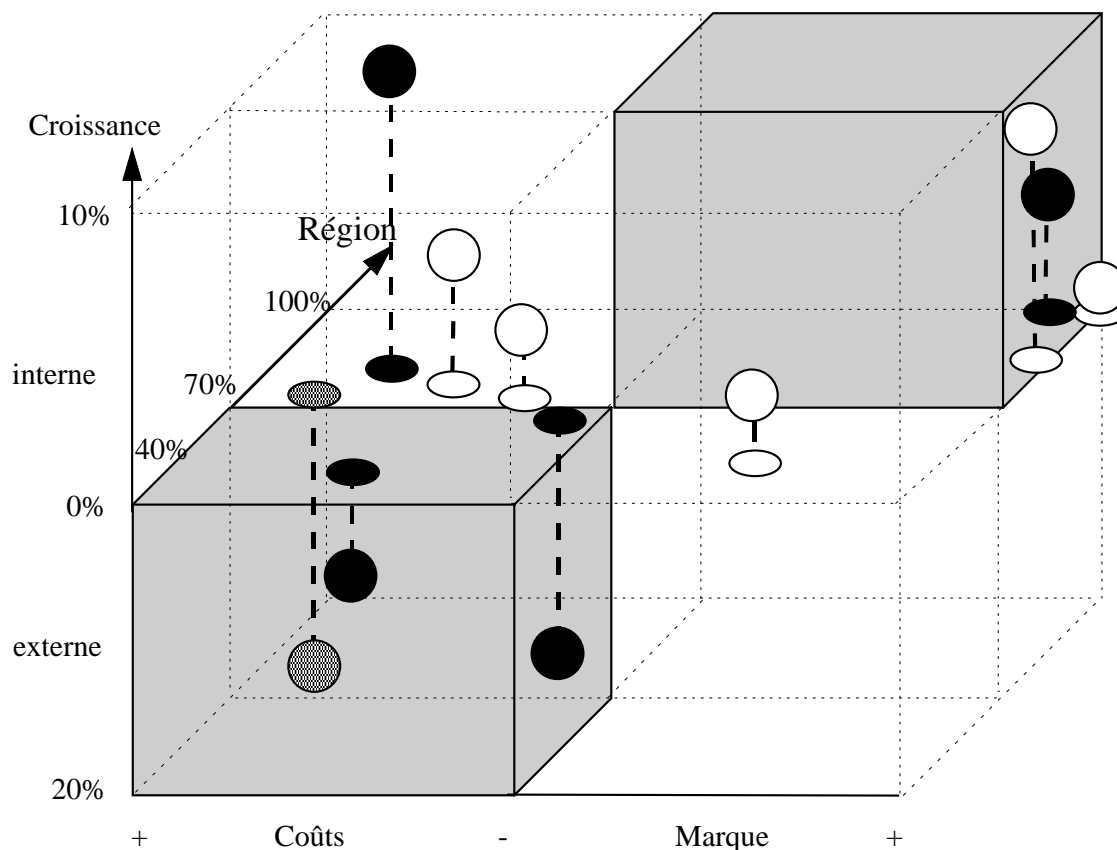
Saulpic, O. et H. Tanguy, (2001), Structure financière et monitoring : quelle place pour les systèmes de mesure et de communication de la performance ? Rapport pour le Commissariat au Plan.

Tanguy, H. (1989), La Réhabilitation des Modèles et des Plans dans l'Enreprise, Le cas d'une maison de Champagne, *Cahiers d'Economie et Sociologie Rurales*, n° 10, 26-64.

Welch, I. (1989), Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, vol XLIV, N° 2, 421-449.

Annexe 1 : Positionnement des entreprises enquêtées selon leur stratégie

- ROI > 8%
- 5% < ROI < 8%
- ROI < 5%



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.