



PAR TRISTAN GASTON-BRETON

RJR Nabisco ou « les barbares à la porte »

Un « best seller » éditorial - « Barbarians at the gate : the fall of RJR Nabisco » - et même un téléfilm à succès ! Entre octobre et novembre 1988, la bataille pour le contrôle du géant du tabac et de l'agroalimentaire RJR Nabisco défraie la chronique outre-Atlantique. Opposant le management du groupe à l'un des principaux fonds d'investissements des Etats-Unis, cette bataille, il est vrai, fut en son temps le plus important LBO - « leverage buy out » ou achat d'une entreprise par endettement - jamais réalisé dans le monde.

Tout commence le 20 octobre 1988. Ce jour-là, Frederick Ross Johnson, le directeur général de RJR Nabisco, dépose auprès de son conseil d'administration une proposition de rachat par LBO d'une partie des actions du groupe. Elle a été montée avec l'aide de la firme d'investissement new-yorkaise Shearson Lehman Hutton. Associé à sept

cadres, Johnson propose 75 dollars par action soit 19 dollars de plus que le cours du marché (56 dollars). Une offre très avantageuse qui valorise RJR Nabisco 17 milliards de dollars. Pour Johnson, cela ne fait aucun doute : les administrateurs peuvent difficilement refuser. Sitôt rendue publique, l'opération suscite de nombreuses interrogations. A commencer par les motivations du directeur général de RJR Nabisco. Qu'est-ce qui peut bien pousser ce canadien de 57 ans, titulaire d'un MBA de l'Université de Toronto, à se porter candidat au rachat d'un géant industriel de 19 milliards de dollars, classé dans le « top 20 » des groupes américains et qui règne sur des marques aussi réputées que Winston, Camel, Pall Mall, Oreo Cookies ou Ritz Crackers ? Ceux qui le connaissent savent pourtant que l'homme est ambitieux. Très ambitieux même, et aussi très gourmand !



Il l'a montré une première fois en orchestrant, en 1981, la fusion de Standard Brands, qu'il dirigeait alors, avec Nabisco. Créée en 1929, Standard Brands était à l'époque l'un des principaux fabricants américains de produits alimentaires de grande consommation. Tout comme Nabisco - National Biscuit Company - une entreprise créée en 1898 et spécialisée, elle, dans la fabrication de biscuits. L'opération avait donné naissance à un nouveau géant industriel, Nabisco Brands. Frederick Ross Johnson était parvenu à en prendre la direction, écartant presque tous les cadres de Nabisco et les remplaçant par des fidèles venus de Standard Brands. Quatre ans plus tard, en 1985, Johnson démontrait à nouveau son habileté, à l'occasion cette fois de la fusion de Nabisco Brands avec RJ Reynolds Tobacco qui allait donner naissance au groupe RJR Nabisco. L'affaire lui avait été apportée sur un plateau d'argent. Confronté aux critiques croissantes sur les effets du tabac, craignant d'être confronté à d'innombrables procédures judiciaires de la part de fumeurs atteints du cancer, le PDG de RJ Reynolds Tobacco - une vénérable maison créée en 1875 par un fermier de Virginie - avait en effet décidé de diversifier ses activités et, pour cela, de se rapprocher d'un groupe présent

dans les produits de grande consommation. C'est ainsi qu'il avait pris contact avec Nabisco Brands qu'il avait fini par acquérir pour 4,9 milliards de dollars. Frederick Ross Johnson avait âprement négocié l'affaire, obtenant de partager la direction générale du nouveau groupe avec l'ancien patron de RJ Reynolds Tobacco avant, très vite, de le pousser vers la sortie. Devenu seul maître à bord, l'une de ses premières décisions avait été de transférer le siège de RJR Nabisco de Winston Salem en Caroline du Nord - « un joli petit coin champêtre mais indigne d'un groupe mondial » avait-il dit - à Atlanta, une destination très prisée alors par les « nouveaux riches » américains, puis, un peu plus tard, à Wall Street, au cœur de New-York. Dans la foulée, il avait multiplié par dix sa rémunération et celle de ses plus proches collaborateurs et s'était offert toutes sortes d'avantages en nature, à commencer par un jet pour ses déplacements. Certains journaux ne s'étaient d'ailleurs pas privés de dénoncer la mise en place d'une véritable « kleptocracy » à la tête de RJR Nabisco.

En 1988, Johnson peut être fier de son parcours : moins de 5 ans lui ont suffi pour prendre la tête de l'un des principaux groupes américains. Depuis



quelque temps cependant, le directeur général de RRJ Nabisco s'interroge. L'entreprise qu'il dirige connaît en effet un certain nombre de difficultés. Le krach boursier d'octobre 1987 a plombé le cours de l'action, passé en quelques semaines de 70 à 40 dollars. Sans doute est-il remonté depuis - à 56 dollars, son cours lorsque débutent les hostilités. Mais il fait désormais du suplace et souffre d'une réelle désaffection des investisseurs. Autre problème, plus préoccupant celui-là : comme RJ Reynolds en son temps, le groupe est confronté à une très mauvaise publicité autour de sa division « Tabac » qui a un impact négatif sur ses activités alimentaires. Le temps n'est-il pas venu pour RJR Nabisco de se débarrasser de ses marques de cigarettes pour se concentrer sur l'alimentaire, s'interroge Johnson au début de l'année 1988 ? La réponse à cette question hautement stratégique va être à l'origine de la bataille pour le contrôle du groupe.

Dans les premiers mois de l'année 1988, Johnson entreprend de sonder le terrain en vue d'un éventuel rapprochement avec un autre « grand » de l'agroalimentaire. Son idée est d'orchestrer une nouvelle fusion, de vendre la division tabac et, comme il l'a

très bien fait jusqu'ici, de prendre la tête du nouvel ensemble. Pour identifier la « cible », il fait appel à plusieurs banques d'affaires et fonds d'investissements de Wall Street. Parmi ces derniers, Kohlberg Kravis & Roberts. Fondé en 1976, c'est l'un des plus importants fonds des Etats-Unis et l'un des pionniers - sinon l'inventeur - de la technique du LBO. A la fin du printemps 1988, Johnson a des contacts informels avec son fondateur et dirigeant, Henry Kravis, l'homme contre lequel il va bientôt mener bataille. Le directeur général de RJR Nabisco sait parfaitement à qui il a affaire. Il sait que Kravis, le fils d'un ingénieur pétrolier qui avait été, en son temps, associé au très sulfureux Joseph Kennedy quand celui-ci faisait de la contrebande d'alcool, est une figure de Wall Street. N'a-t-il pas orchestré des dizaines d'acquisitions avant de se lancer dans d'audacieux LBO ? Agé de 44 ans, Kravis n'a rien d'un enfant de chœur. Tenace, il passe pour ne jamais laisser passer une opportunité et, surtout, pour ne jamais lâcher le morceau, surtout quand il y a gros à gagner. Ce jour-là, Johnson explique brièvement à Kravis son projet. « Pourquoi ne feriez-vous pas un LBO », lui répond le financier avant d'expliquer à son interlocuteur les avantages



d'une telle opération : un management plus impliqué et donc, au final, une efficacité accrue. Mais Johnson refuse : connaissant mal cette technique, il éprouve une certaine réticence à l'idée de s'associer personnellement à un grand emprunt bancaire.

On comprend la surprise de Kravis lorsque, au mois d'octobre suivant, il apprend par la presse que Johnson a fait une offre de LBO au conseil d'administration de RJR Nabisco. C'est qu'entre-temps, le directeur général du groupe a changé d'avis. Les banquiers et les financiers qu'il a rencontrés lui ont tous dit la même chose : depuis le krach de 1987, le cours est à la traîne, rendant inévitable, à terme, un rebond. Le moment est donc idéal pour faire un LBO et prendre le contrôle du groupe. D'autant que les liquidités abondent et que les banques sont prêtes à participer l'opération. Sensible à ces arguments, Johnson comprend également tout l'intérêt de l'opération à titre personnel : elle lui permettrait d'asseoir son pouvoir au sein de RJR Nabisco. C'est ainsi qu'en octobre 1988, il fait affaire avec Shearson Lehman Hutton et présente son offre au conseil d'administration du groupe. Elle porte sur l'acquisition de 20% du capital au bénéfice du directeur général et de sept autres cadres.

Si Johnson pensait que sa proposition passerait comme une lettre à la poste, il en est pour ses frais. Le conseil d'administration prend en effet très mal la démarche de son directeur général qui, très maladroitement, a réclamé la majorité des sièges pour lui et ses partenaires. Non sans raison, les administrateurs s'interrogent également sur le prix proposé : si Johnson estime que l'action vaut 75 dollars - le prix proposé -, pourquoi alors le cours se traîne-t-il à 56 dollars ? Au sein du conseil, où la personnalité du directeur général est loin de faire l'unanimité, on soupçonne en fait Johnson d'avoir à dessin évité de prendre les mesures qui s'imposaient pour obliger les actionnaires à donner leur feu vert à l'opération. A l'unanimité ou presque, le conseil rejette donc l'offre.

C'est ce moment que choisit Henry Kravis pour entrer dans la danse. C'est peu dire que le financier n'a pas apprécié d'être écarté, lui l'inventeur du LBO, au profit de Shearson Lehman Hutton. A dire vrai, Johnson a complètement oublié de revenir vers lui après leur rencontre informelle du printemps 1988. Mais Kravis n'est pas homme à se laisser guider par les émotions. En financier avisé, il a vite compris l'intérêt de faire cette opération pour son propre compte.



Comme tous les banquiers de la place, il ne doute pas que l'action de RJR Nabisco finira par connaître un fort rebond, rendant à terme très juteuse une cession totale ou partielle du groupe. Le 24 octobre, fort de cette conviction, Kohlberg, Kravis & Roberts dépose à son tour une offre. Montant proposé : 90 dollars par action, soit une valorisation totale du groupe supérieure à 20 milliards de dollars. Les « barbares », comme on appelle parfois ces raiders audacieux que rien ne semble devoir arrêter, viennent de mettre un pied dans la porte...

La guerre va durer un peu plus d'un mois et provoquer surenchère sur surenchère, le tout pour le plus grand plaisir du conseil d'administration du groupe. Celui-ci, en effet, n'est pas mécontent de l'entrée en scène de Kohlberg, Kravis & Roberts dont il attend une envolée du titre. Mieux encore ! Le 1er novembre, prenant les devants, il annonce dans un bref communiqué que la vente du groupe est désormais « hautement probable ». Du jour au lendemain, le cours de l'action passe de 56 à 85 dollars ! Du bel art, et qui oblige les deux camps à revoir totalement leur offre. Entre le 3 novembre et le 18 novembre, date de clôture des offres, celle de Johnson passe à 92, puis à 101, et enfin

à 112 dollars tandis que celle de Kohlberg, Kravis & Roberts monte jusqu'à 109 dollars. Dans l'intervalle, un nouveau venu a fait son apparition : First Boston Group. Elle a offert jusqu'à 116 dollars ! Mais trop complexe, l'offre de la banque est rejetée par le conseil de RJR Nabisco.

Le 30 novembre au soir, celui-ci choisit officiellement l'offre de Kohlberg, Kravis & Roberts, pourtant moins élevée que celle de son concurrent. Dans l'affaire, le conseil s'est livré à une brillante manœuvre de dernière minutes : lors de l'examen des offres finales, qui comportent toutes deux une part en cash et une part en titres, il a revu à la baisse la valorisation des titres, entraînant un alignement parfait des deux offres : celle de Johnson est ainsi passée de 112 à 108 dollars et celle de Kohlberg, Kravis & Roberts de 109 à 108 également ! Johnson a beau tempêter, rien n'y fait : libre de choisir entre deux offres de même montant, le conseil s'est décidé à l'unanimité pour celle du fonds d'investissements. Officiellement, ce sont les perspectives stratégiques proposées par ce dernier qui ont retenu l'attention des administrateurs. En réalité, bien décidé à se débarrasser d'un directeur général avec lequel les relations n'ont cessé de se tendre, le conseil a



tout fait pour qu'il ne puisse pas l'emporter. Prudent, Johnson décide de ne pas porter l'affaire devant les tribunaux. RJR Nabisco tombe donc dans l'escarcelle de Henry Kravis. La vente par appartements commence. Elle débouchera sur la cession des activités tabac à Japan Tobacco en 1999 puis, l'année suivante, sur la vente des activités alimentaires à Kraft Foods.

Tristan GASTON-BRETON,

Historien d'entreprises

tgastonbreton@elzear.com