

Article publié dans les Cahiers Ernst & Young 01, Le Corridor de l'An 2000, juin 1997

Le retour en force des actionnaires

La gestion de la valeur, clé de voûte du nouveau management

Jean-Florent Rérolle,

Associé d'Ernst & Young Corporate Finance

L'une des tendances de fond du capitalisme contemporain est celle qui tend à remplacer le capitalisme managérial par un **capitalisme d'investisseurs**¹. Cette nouvelle situation se traduit par un retour en force des investisseurs professionnels qui parviennent peu à peu à imposer aux entreprises de nouveaux comportements et de nouvelles stratégies dont la finalité est d'assurer aux actionnaires un retour correspondant à leurs exigences de rentabilité. La **maximisation de la valeur actionnariale** devient ainsi l'objectif essentiel de l'entreprise.

Cette révolution est salutaire car elle rappelle les fondements de l'action stratégique d'une entreprise. Pendant trop longtemps, la croissance de la part de marché, la recherche de la taille critique ont été les autels sur lesquels tout pouvait être sacrifié. En réalité, la croissance n'est acceptable et durable que si elle est rentable et qu'elle s'accompagne d'une gestion aussi rigoureuse que possible du capital investi. **Croissance, efficacité et efficience** sont les trois conditions d'un développement équilibré et créateur de valeur.

Pour gagner à long terme, l'entreprise ne doit jamais oublier qu'elle doit se battre sur deux champs de bataille, celui du marché des biens et services et celui des ressources financières, et que sa pérennité dépend de sa capacité à être la meilleure sur les deux à la fois. Dès lors, le critère essentiel de gestion devient la rentabilité économique de l'actif mis en place², rentabilité à comparer au coût du capital qui représente l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de fonds. Plus le différentiel entre ces deux indicateurs est important, plus l'entreprise crée de la valeur.

A l'exception de quelques secteurs ou situations concurrentielles privilégiés, la création de valeur n'intervient pas par hasard. Elle s'appuie avant tout sur la capacité de l'entreprise à créer et à maintenir des avantages compétitifs. Elle résulte d'une politique volontariste qui s'exprime à travers la mise en place d'une organisation, de processus, d'outils et de mesures de performance qui prennent spécifiquement en compte la création de valeur.

Cette conception holistique du management qui vise à modifier les modes de décision et à changer la culture de l'entreprise s'appelle le Value Based Management, ou Gestion de la Valeur. Sa mise en place offre aux entreprises qui l'ont adoptée une supériorité stratégique considérable comme le montrent de nombreux exemples (Coca Cola, Kellogs, Walt Disney, Allied Signal, ...).

Face à cette évolution qui affecte profondément le capitalisme anglo-saxon, et qui, depuis quelques mois touche aussi le capitalisme rhénan, les entreprises françaises n'ont pas encore pris la mesure des transformations nécessaires alors qu'elles présentent un retard important dans ce domaine³.

Certes, beaucoup d'entre elles ont introduit au cours des derniers mois la notion de « shareholder value » dans les présentations dispensées aux analystes financiers. Mais cela ne sera pas suffisant pour convaincre la communauté financière, en particulier sa composante internationale. Le marché

¹ Voir Michael Useem, « Investor capitalism », BasicBooks, 1996.

² Résultat d'exploitation après impôts divisé par le montant de l'actif économique (immobilisations nettes et Besoins en fonds de roulement)

³ Sur la période 1991-1995, la rentabilité offerte aux actionnaires s'est élevée à 9% en France, contre 12% en Grande Bretagne et 15% aux Etats-Unis

attend des actions concrètes dans ce domaine, et les ajustements de cours seront brutaux pour les entreprises qui se contenteront de mesures cosmétiques.

La mise en place d'une véritable gestion de la valeur touche de nombreux domaines du management :

- Le système financier doit être totalement repensé. La diversité des objectifs stratégiques et financiers au sein d'une entreprise engendre incohérence et dispersion des efforts. Elle doit laisser place à un système unifié autour d'une mesure représentative de la valeur (comme le profit économique⁴). Tous les indicateurs de performance, même non financiers ou qualitatifs, doivent être choisis en fonction de leur contribution à la création de valeur ou de leur importance dans la création d'avantages compétitifs.
- Des outils de gestion de la valeur doivent être diffusés, et une politique de formation adaptée doit être dispensée à tous les niveaux décisionnels de l'entreprise. Ces outils permettent aux managers d'identifier les éléments clés de la création de valeur, et ainsi de mieux mesurer les conséquences de leurs décisions. L'implantation de ces outils est un vecteur puissant de gestion du changement.
- Les processus de création de valeur doivent recevoir une attention particulière. Il en est ainsi de la planification stratégique. La création de valeur commence par de bonnes décisions stratégiques, c'est-à-dire porteuses d'avantages compétitifs. De même, tous les plans d'action et les budgets doivent s'inscrire dans cette perspective. La gestion de la valeur, c'est aussi le retour de la stratégie dans l'entreprise. Enfin, tous les choix d'investissement (en particulier les acquisitions) ou de désinvestissement doivent être pris dans une perspective de création de valeur, car ce sont les plus critiques à cet égard⁵.
- La politique financière doit se moderniser. Ainsi, l'entreprise en maturité qui présente une valorisation insuffisante ne doit plus hésiter à procéder à l'étude de décisions fortes comme un rachat d'actions, une scission de ses activités si elle est trop diversifiée ou encore une politique de distribution de dividendes plus agressive. Le levier financier comme « discipline créatrice » doit aussi être étudié plus systématiquement.
- Les relations que l'entreprise entretient avec le marché doivent également être reconsidérées. La communication financière va subir des transformations profondes. Elle devra intégrer une forte dimension marketing : à l'avenir le dirigeant devra sélectionner ses actionnaires, écouter les attentes du marché, et lui adresser des signaux clairs quant aux principes d'action qu'il entend suivre.
- Les modes de rémunération constituent bien entendu la clé de voûte du système : de nombreuses entreprises américaines ont établi un système de bonus reposant sur la création de valeur. Particulièrement incitatifs, ils visent à transformer les managers en propriétaires afin d'aligner leurs comportements sur les objectifs de leurs actionnaires. Pour atteindre leur efficacité maximale, ils doivent être étendus à tous les niveaux de l'entreprise. Bien entendu, si les critères servant à fixer les primes ou bonus doivent tous être reliés à la création de valeur, ils doivent aussi être maîtrisables par les intéressés : ils ne sont donc pas forcément basés sur des éléments purement financiers.

Ces transformations requerront de la part des dirigeants une modification de leur approches culturelles ou professionnelles. Ceux-ci devront tout d'abord accepter de soumettre leurs performances au jugement du marché et organiser un meilleur équilibre des pouvoirs dans leur entreprise. Ensuite, ils devront acquérir de nouvelles compétences : compréhension des marchés

⁴ Le Profit Economique est la différence entre le résultat d'exploitation après impôts et une charge capitalistique qui est destinée à rémunérer les apporteurs de fonds. Cette charge capitalistique se calcule en multipliant l'actif économique d'ouverture par le coût du capital de l'entreprise.

⁵ Toutes les études montrent que les acquisitions d'entreprise se traduisent majoritairement par une destruction de valeur particulièrement en raison d'une intégration insuffisamment planifiée et maîtrisée.

financiers, maîtrise des techniques d'évaluation et d'ingénierie financière, acquisition de qualités commerciales pour promouvoir les titres financiers de leur entreprise. Cette dernière compétence est nécessaire pour passer d'un statut d'acheteur de ressources à celui de vendeur de titres.

Le chantier est immense, mais l'enjeu est d'importance. Comment mettre en œuvre une véritable gestion de la valeur ?

Il est tout d'abord indispensable d'effectuer un diagnostic précis de la situation de l'entreprise en analysant pour chaque segment stratégique son statut de créateur (ou de destructeur) de valeur. Ce travail est accompli à partir des business plans, de comparaisons sectorielles, de données issues du marché pour calculer le coût du capital de chaque segment, et d'analyse des principaux processus de création de valeur (politique d'investissement, allocation des capitaux, management de la performance, etc...). Il comporte également une étude de la contribution des services centraux à la création de valeur (politique de financement, optimisation fiscale,...).

Ce diagnostic permet de nourrir la réflexion stratégique de l'entreprise sur son portefeuille d'activités ou de produits. En effet, en fonction de la capacité de création de valeur de chaque segment, des synergies qu'ils possèdent entre eux, du capital investi et du risque qu'ils présentent, plusieurs options sont possibles : réinvestir, diversifier, rationaliser, conserver ou désinvestir.

Ce diagnostic, qui est à mener régulièrement, doit naturellement être complété par la mise en place d'un système de gestion de la valeur à tous les niveaux de l'entreprise. Un travail préparatoire approfondi doit être réalisé en amont de l'implantation du système. En effet, le succès d'une telle démarche dépend d'une détermination précise des modalités d'implantation pour chaque unité opérationnelle, quel que soit son niveau dans le groupe.

La définition de ces modalités d'implantation repose sur les trois dimensions suivantes :

- Le degré de sophistication du système d'indicateurs retenus, qui peut être simple (un seul indicateur, comme le profit économique par exemple) ou bien détaillé (plusieurs indicateurs qualitatifs et quantitatifs), ce choix ayant un impact sur la nature des outils à mettre en place ;
- Le degré d'implication des équipes opérationnelles dans la mise en œuvre et le fonctionnement du système, celui-ci pouvant être imposé par la Direction ou bien participatif ;
- Le niveau d'utilisation des indicateurs mis en place : sont-ils indicatifs ou constituent-ils un élément fondamental d'appréciation de la performance des opérationnels ?

La réussite du projet dépend de plusieurs éléments : une forte implication de la Direction générale, une gestion de projet rigoureuse, des outils simples mais robustes tant sur le plan financier que stratégique, l'utilisation de techniques de gestion du changement et de mobilisation du personnel.

L'implantation de la gestion de la valeur dans une entreprise est un véritable projet d'entreprise, car elle vise la transformation des modes de décision, et requiert la mobilisation du personnel autour d'un concept fédérateur. A l'intersection de l'organisation, de la finance, de la stratégie et de la gestion du changement, la mise en place de ce système global est une condition du succès stratégique de l'entreprise de demain. Si les entreprises françaises ne se sentent pas encore forcées par leurs actionnaires d'entrer dans cette logique, demain, elles y seront contraintes pour résister aux pressions encore plus fortes en provenance de leurs concurrents étrangers qui, eux, auront su prendre ce tournant.