

Business Digest

L'ÉTAT
DE L'ART
Supplément semestriel
au N° 73
de mars 1998

les idées clés du management

Un atout stratégique : la discipline de la valeur

Le marché des capitaux a profondément changé depuis 10 ans : rareté des ressources, libre circulation des capitaux avec un tiers de la Bourse de Paris détenu par des investisseurs étrangers, extrême faiblesse des taux d'intérêts réels, etc. Les entreprises, sensibles à ces bouleversements, ont adopté des mesures en conséquence, telles que donner la priorité au désendettement, ou recentrer leurs stratégies (alliances vs achats, recentrage sur le core-business vs diversification), avec l'exigence d'une meilleure rentabilité et surtout l'apparition d'une culture actionnariale très vive. L'actionnaire se manifeste de plus en plus. Son poids sur le management de l'entreprise est de plus en plus important, et le dirigeant ne peut plus décider de sa stratégie sans prendre en compte cette donnée essentielle qu'est la valeur actionnariale de son entreprise. «Si l'analyse de la valeur a le mérite d'avoir rappelé à tous que le capital a un coût, elle est avant tout un formidable outil de décision stratégique» déclare Jean-Florent Réolle, associé Ernst & Young, département Corporate Finance. La valeur est-elle le nouvel outil financier à la mode qui place l'actionnaire au centre des préoccupations managériales ou est-

elle une action de fond visant à pérenniser la création de richesse de l'entreprise, critère tellement plus pertinent que la recherche de croissance à tout crin ? Afin de vous aider à faire le point sur ce qui se dit et ce qui se fait en la matière, ce quatrième «État de l'art», notre collection de suppléments thématiques, a été préparé par Jean-Florent Réolle et l'équipe d'Ernst & Young Corporate Finance, et vous présente un panorama complet de réflexions et de

témoignages sur le sujet. Au-delà de l'outil qui peut être perverti par le temps et l'utilisation, il faut retenir une démarche saine qui réconcilie la finance et la stratégie, qui évalue la création de richesse sur le court et le long terme et qu'avant toute chose, le management par la valeur n'est pérenne que s'il constitue un véritable projet culturel pour l'entreprise qui l'adopte.

Françoise TOLLET
Directeur adjoint de la publication



Une publication Flodich & Co, Groupe SDGP

42, boulevard Jean Jaurès, 92110 Clichy cedex. Tél. : 01.55.46.96.97 - Fax : 01.55.46.96.95. E-mail : bdigest@easynet.fr
Prix du numéro : 300 F TTC. Prix de l'abonnement (11 numéros) : 3300 F TTC (TVA : 2,10 %).

LES IDÉES-CLÉS

La création de la valeur est à la fois le signe et la condition du succès stratégique d'une entreprise.

Une entreprise doit autant se préoccuper de sa part sur le marché financier que de la part de marché de ses produits. La valeur est le meilleur indicateur synthétique de la performance car elle intègre croissance, rentabilité et maîtrise des capitaux investis.

La valeur doit être gérée.

La valeur n'est pas créée continûment par hasard. Elle résulte d'un processus volontariste qui consiste à aligner l'organisation, les procédures et les hommes sur un objectif : créer de la valeur par des décisions stratégiques pertinentes. La gestion de la valeur permet de réconcilier stratégie et finance dans la prise de décision de l'entreprise.

La gestion de la valeur ne peut se réduire au calcul d'un indicateur.

Elle a pour objectif un véritable changement culturel au sein de l'entreprise qui passe par la mise en place d'outils, et d'une politique de formation et de communication ambitieuse. Elle exige aussi de la part des dirigeants une approche marketing des investisseurs.

La question de la valeur est un des sujets brûlants du management contemporain. Pourtant, c'est un concept très ancien qui sert de base tant à la théorie financière qu'à l'analyse stratégique. Sa brutale réapparition non seulement dans les déclarations des principaux managers, mais aussi dans leurs actions est due à la transformation profonde de l'environnement économique et du système capitaliste.

Cette tendance de fond s'amplifiera au fur et à mesure que l'on prendra conscience qu'elle ne constitue pas une révolution financière, mais une révolution managériale et stratégique. Si la gestion de la valeur comporte une dimension financière notamment par les instruments de mesure qu'elle nécessite, elle relève avant tout d'un changement de culture visant à améliorer la décision et l'exécution stratégiques de l'entreprise.

La valeur est une «vieille idée neuve»

La valeur actionnariale est un concept stratégique et financier ancien, dont la mesure repose sur des principes avérés.

Le concept de valeur est à la base de la théorie financière et de la réflexion stratégique. L'une des règles fondamentales de gestion consiste à ne lancer un projet d'investissement que si celui-ci présente une valeur actuelle nette (VAN) positive. Égale à la somme actualisée des flux de liquidités disponibles futurs générés par le projet, moins le montant déboursé à l'origine de son lancement, la VAN est représentative de la création de valeur engendrée par la décision d'investissement.

La réflexion stratégique s'articule également autour de la création de valeur. Jay B. Barney dans «Gaining and sustaining competitive advantage» souligne que la stratégie est «un système d'allocation de ressources qui permet à l'entreprise de maintenir ou d'améliorer sa performance [...] Conceptuellement, la performance d'une entreprise se définit en comparant la valeur actuelle créée par l'entreprise et celle escomptée». L'objectif de la stratégie est ainsi de créer des avantages compétitifs durables, défendables et décisifs. L'avantage compétitif s'exprime par l'existence d'une rente économique, elle-même créatrice de valeur.

Pendant longtemps stratégie et finance ont vécu des vies séparées, la première étant promue par des intuitifs du long terme et la seconde, par des pragmatiques du court terme. Cette distinction devient de moins en moins pertinente avec le retour en force de la valeur dans la gestion de l'entreprise. D'une part, les stratèges intègrent à présent la dimension financière dans leur réflexion comme le montrent dans le domaine de l'évaluation T. Copeland, T. Koller, J. Murrin dans «Valuation : measuring and managing the value of companies» de . D'autre part, la fonction financière est davantage associée aux décisions non financières de l'entreprise. Comme l'a montré l'étude réalisée par Price Waterhouse dans «CFO, Architect of the corporations future», le rôle du directeur financier est «d'aligner les exigences des actionnaires avec la stratégie et les capacités de l'entreprise».

La notion de valeur est donc ancienne et claire. Les principes de sa mesure le sont également : la valeur de marché d'une entreprise cotée est la somme de sa capitali-

sation boursière (valeur des fonds propres) et du montant de son endettement. Lorsque l'entreprise n'est pas cotée, il faut mettre en œuvre des méthodes d'évaluation appropriées. Fondée sur la rentabilité future de l'entreprise, la valeur de marché s'écarte généralement de la valeur comptable inscrite au bilan, car celle-ci est déterminée par l'accumulation de ses résultats historiques.

Sur le plan conceptuel, cette valeur peut se décomposer en deux parties. D'une part, la valeur des actifs en place qui résulte non pas de leur prix d'acquisition, mais de leur capacité à dégager une certaine rentabilité dans le futur. D'autre part, la valeur des opportunités de croissance qui découleront des flux de liquidités que généreront les futurs investissements de l'entreprise. Tout comme pour un choix d'investissement classique, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de liquidités disponibles futurs, actualisés par un taux représentatif de l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de

fonds (le coût du capital). L'essentiel de la valeur d'une entreprise est donc contenue dans sa croissance anticipée, elle-même dépendant de sa capacité à saisir les opportunités futures.

Une tendance de fond du management contemporain

La valeur est un concept central dans le management de l'entreprise car elle répond à un besoin de gestion essentiel, aux exigences croissantes des investisseurs et à des impératifs macro-économiques pressants.

La valeur s'affirme comme un concept central dans le management car elle constitue une mesure plus exacte de la performance d'une entreprise que la plupart des indicateurs habituellement utilisés. Elle est, par ailleurs, l'une des

conditions essentielles de la croissance future et de la pérennité de l'entreprise.

D'une manière générale, les entreprises s'assignent des objectifs de croissance et de profitabilité. Une troisième dimension est souvent passée sous silence, celle de la maîtrise des capitaux engagés (immobilisations nettes et besoins en fonds de roulement¹). En effet, les informations comptables ne tiennent que partiellement compte du coût de ces capitaux, qui ont été financés par les actionnaires et les créanciers. Seuls les frais financiers représentatifs des exigences de ces derniers sont explicitement pris en compte. Les exigences de rentabilité des actionnaires n'apparaissent nulle part. Les ressources qu'ils apportent ne sont pourtant pas gratuites ! Leur rentabilité exigée est normalement supérieure à celle des créanciers puisqu'ils prennent davantage de risques.

L'apparente gratuité des fonds propres a souvent conduit les entreprises à prendre de mauvaises décisions sur la base du seul coût de la dette. Le management de la valeur consiste donc à réintroduire dans la gestion de l'entreprise cette donnée essentielle qu'est le coût global des ressources. Les opérations courantes et les investissements doivent dégager une rentabilité économique au moins égale à ce coût. À défaut, l'entreprise détruit de la valeur. Compte tenu de cette nouvelle donnée, elle a donc tout intérêt à minimiser les ressources engagées pour un même volume d'activité. L'entreprise qui veut maximiser sa valeur doit donc accélérer sa croissance, augmenter sa profitabilité, et minimiser ses capitaux investis.

Les entreprises cotées le savent : une valeur de marché forte est

REMERCIEMENTS

M. François **Basset-Chercot**, L'Oréal, Secrétaire général du Conseil d'Administration.

M. Jean-Michel **Beghin**, Ernst & Young, Directeur de mission.

M. Serge **Feneuille**, Lafarge, membre du comité exécutif.

Mme Corinne **Fornara**, Atos, Directeur du Contrôle de Gestion Groupe.

M. Rémi **Moragrega**, Rhône-Poulenc, direction du contrôle économique, direction de la stratégie et de la planification.

Yvon **Pesqueux**, HEC, Responsable du département Comptabilité Contrôle de Gestion.

M. Pascal **Pujol**, Atos, Contrôleur de Gestion Groupe.

M. Franck **Quentin**, Ernst & Young, Senior Consultant.

M. Jean-Florent **Rérolle**, Ernst & Young, Associé, en charge du Corporate Finance et du Value Based Management.

Mme Gabrielle **Rolland**, Ernst & Young, Associée, Présidente de l'Institut Européen du Leadership.

une condition de leur croissance future et de leur pérennité. Expression d'une position stratégique, elle offre à l'entreprise qui en bénéficie tous les moyens de son expansion. Qu'elle s'affaiblisse, et alors les projets de croissance doivent être abandonnés ou différés, avec le risque que des concurrents plus solides financièrement ne tirent parti de cette situation. Si la finance est un outil de contrôle de l'exécution d'une stratégie, elle est surtout l'une des conditions essentielles de sa réussite.

La valeur est la marque d'un succès stratégique anticipé sur le long terme. C'est pourquoi il est vain de vouloir opposer les différents «stakeholders» (actionnaires, clients, fournisseurs, salariés) de l'entrepri-

se. Il est évident qu'une entreprise ne peut pas se construire contre ses clients. R. Wayland et P. Cole montrent «Customer connections» comment réconcilier, si besoin est, la logique actionnariale et la satisfaction des clients. De même, la montée de l'interdépendance entre l'entreprise et ses fournisseurs conduit à des partenariats de plus en plus élaborés, comme le montre l'exemple des sous-traitants du secteur de l'automobile. Enfin, grâce aux efforts de T. Stewart auteur de «Intellectual capital : the new wealth of organizations»² ou de Leif Edvinson², la prise de conscience du caractère essentiel du capital intellectuel de l'entreprise replace l'homme et son intelligence (et la capacité de

l'entreprise à la développer et la structurer) au centre de la création de valeur.

La valeur est donc une molécule dont les trois composants principaux (valeur actionnariale, valeur pour le client et valeur pour le salarié) sont indissociables et se renforcent mutuellement. La valeur actionnariale renforce la valeur créée pour les salariés et pour les clients. Elle permet de pérenniser une entreprise, donc ses emplois ; elle renforce la puissance économique de l'entreprise, donc sa capacité à servir ses clients sur le long terme et à imaginer des progrès créateurs de valeur pour eux (une entreprise affaiblie n'investit plus et n'innove plus).

LAFARGE

LA VALEUR : DE L'OUTIL STRATÉGIQUE À L'OUTIL DE GESTION

Chez Lafarge, la réflexion sur la valeur est en cours depuis plusieurs années ; de concept elle est devenue l'objet d'une véritable réflexion stratégique localisée au plus haut niveau du management, l'objectif étant de déterminer toutes les décisions à prendre pour améliorer la valeur dans toute ses dimensions. «La première question à poser, lorsqu'on parle de valeur, déclare Serge Feneuille, conseiller du Président, est de savoir quels sont les décisions stratégiques qui influent sur son amélioration». Bien vite le problème de la mesure de la valeur, grandeur anticipée donnant une vision de l'avenir, s'est posé : les outils d'aujourd'hui ne permettent pas de mesurer cette grandeur de demain. Or associer une réflexion stratégique par la valeur et un pilotage basé sur les outils classiques de contrôle ne semblait pas viable sur le long terme. Le groupe a alors décidé de sensibiliser ses dirigeants sur la nécessité d'avoir un même dialogue et une même compréhension, de changer de logique, et donc d'outils. Cette phase de sensibilisation, touchant plus de 200 dirigeants clés, a duré plus de deux ans.

Aujourd'hui le groupe entre dans une troisième phase de mise en place d'outils de pilotage et de gestion : toute source de création de valeur, et au-delà des leviers stratégiques, tout levier opérationnel, doivent être identifiés.

Par ailleurs, le message est clair : la valeur doit profiter à l'actionnaire, certes, mais elle ne sera durable que si tous ses partenaires (stakeholders), en bénéficient aussi. Cette phase de mutation va toucher plusieurs milliers de personnes au sein du groupe. «Le choc est au moins aussi important que l'introduction du budget dans les entreprises au cours des années 60» déclare Bertrand Collomb, PDG de Lafarge.

«Nous sommes très attentifs aux effets imprévus que pourrait engendrer la mise en place de ce nouvel outil d'arbitrage, termine Serge Feneuille, c'est pourquoi nous tenons à le construire avec ceux qui auront à l'utiliser ; ce changement culturel va introduire à tous les niveaux la notion de gestion de la valeur sur le long et le court terme. Ce qui demandera plusieurs années pour être bien implanté dans le groupe».

Le besoin croissant de donner une logique actionnariale à son action ne serait-il pas naturellement éprouvé par l'entreprise que son management devrait tenir compte de deux pressions externes : celle, explicite, des investisseurs, et celle, implicite, des pouvoirs publics les plus éclairés.

M. Useem décrit dans «Investor capitalism» la pression croissante des investisseurs sur le management des entreprises. L'une des tendances de fond du capitalisme contemporain est celle qui tend à remplacer le capitalisme managérial par un capitalisme d'investisseurs. Cette nouvelle situation se traduit par l'apparition d'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.

À cet égard, les États-Unis sont plus avancés que l'Europe. Les réflexions sur le Gouvernement d'entreprise qui visent à répondre à la problématique bien connue des conflits d'agence (divergence des intérêts entre actionnaires et dirigeants) sont actives. Elles ont donné lieu, comme en Grande Bretagne ou en France, à de nombreux changements dans le contrôle interne des entreprises (administrateurs indépendants, comités d'audit, comités stratégiques, etc.).

Mais là n'est pas l'essentiel. Il est dans la mise en oeuvre de mécanismes de contrôle externe puissants. Un marché financier dynamique et des actionnaires actifs ont déclenché des restructurations importantes, fortement créatrices de valeur. Professeur à Harvard, M. Jensen estime que, entre 1976 et 1990, 650 milliards de dollars de

valeur actionnariale ont été créés par des opérations d'acquisition, de désinvestissement, de scission ou de LBO, opérations qui se traduisent généralement par le remplacement des équipes dirigeantes inefficaces et la définition de nou-

velles stratégies. Ce chiffre devrait être augmenté des améliorations qui ont été conduites simplement sous la menace de ce type d'action.

Progressivement, on s'aperçoit que l'existence d'un actionnariat pro-

RHONE POULENC : LE CHOIX DE LA VALEUR ÉCONOMIQUE CRÉÉE

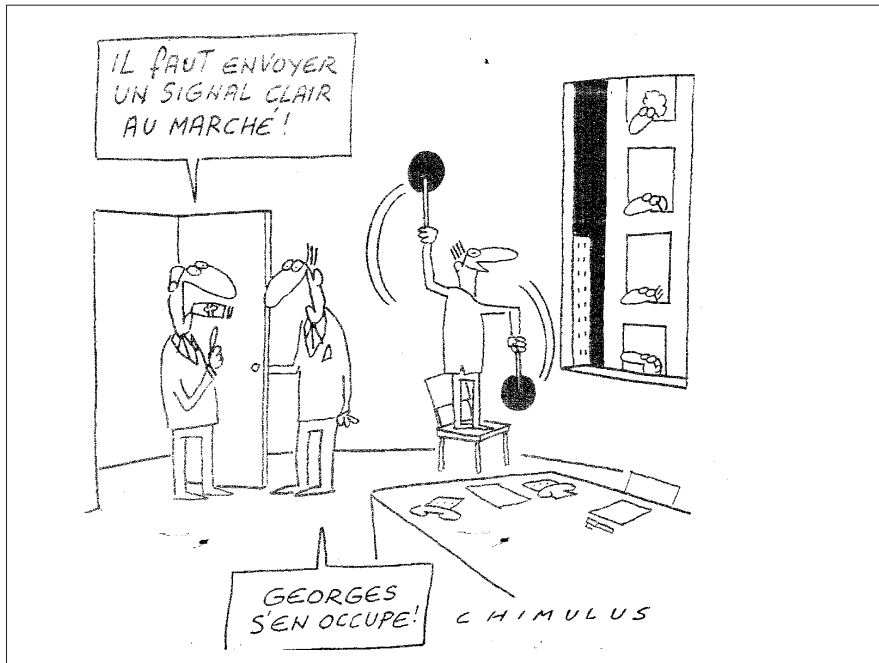
«La grande qualité de l'EVA, déclare Rémi Moragrega, responsable du contrôle économique chez Rhône Poulenc SA, est d'avoir mis en lumière que le capital a un coût, souvent oublié par les entreprises ; son autre intérêt, est qu'il peut être décliné à tous les échelons de l'entreprise». Chez Rhône Poulenc, la réflexion portant sur la valeur, et sur les indicateurs de gestion ad-hoc, est en cours depuis 3 ans. Au début, il s'est agi de définir un indicateur maison pour mesurer la création de valeur, la VEC, ou Valeur Économique Créée, formule simplifiée de l'EVA :

$VEC = (\text{résultat opérationnel} + \text{quote part des sociétés en équivalence}) * 0,67 - \text{capitaux engagés} * 9\%$; le taux moyen d'imposition étant estimé à 33 % et le coût du capital se montant à 9 % chez Rhône Poulenc. À la différence de l'EVA, cet indicateur ne capitalise pas la recherche.

Cette réflexion s'est déclinée opérationnellement dans toutes les branches du groupe : 20 % des cadres environ ont une partie de leur rémunération variable, en fonction de la réalisation d'objectifs stratégiques fixés par un plan à 3 ans ; ce plan inclut entre autres des objectifs en termes de chiffre d'affaires et de VEC. «Notons qu'un indicateur de trésorerie, appelé "l'autofinancement disponible" était suivi depuis de nombreuses années, ajoute Rémi Moragrega, et prenait déjà en compte la rémunération des capitaux pour calculer les frais financiers ; mais cet indicateur ne donnait pas d'objectifs d'amélioration de la valeur à moyen terme».

Or, à l'instar de l'EVA, la VEC a introduit une certaine confusion au départ : «Je crée de la valeur si la VEC est positive, ou j'en détruis si elle est négative». Or la réalité économique d'une entreprise est beaucoup plus complexe que cela et inclut des facteurs intangibles : le groupe a donc communiqué plus d'une année sur la nécessaire prise en compte de la notion de progression, d'amélioration de la VEC, et non uniquement de sa valeur absolue. Le comité exécutif, quant à lui, prend désormais en compte l'évolution de l'actif, indicateur de gestion aussi important que celle du passif.

«Mais nous restons vigilants, termine Rémi Moragrega, car l'essentiel est de faire les bons choix stratégiques, et de ne pas pervertir ses choix par un indicateur mal utilisé».



professionnel constitue un aiguillon pour le management : lorsqu'il n'est pas satisfait de la gestion d'une entreprise, le célèbre fonds d'investissement Cal.P.E.R.S n'hésite pas à publier une lettre de réserve. Une étude de Wilshire Associate sur le portefeuille de ce fonds montre que sur les cinq années précédant cette lettre, les entreprises concernées présentent en moyenne une sous-performance de 10 % par rapport à l'indice S&P 500. Sur les cinq années suivantes elles affichent une sur-performance de 7 % par rapport au même indice !

Les pays européens n'échapperont pas à cette évolution. Déjà un grand nombre de groupes français ont un actionnariat largement (au moins à 40 %) étranger (Elf, Total, Eridania Béghin-Say, Valéo, Rhône-Poulenc...), et ce mouvement est appelé à s'amplifier avec l'ouverture des marchés et la nouvelle dynamique économique européenne imprimée par l'euro.

À la pression explicite des investisseurs s'ajoute un impératif économique d'intérêt général : celui de

la croissance et de l'emploi. De nombreuses études (ainsi que le simple constat que l'on peut faire en observant l'expérience américaine) montrent qu'il existe une forte corrélation entre la création de valeur, la prospérité d'un pays et la création d'emploi. Comme le constate T. Copeland : « Dans un secteur d'industrie, et sur le long terme, les compagnies gagnantes sont plus productives, créent plus de valeur pour les actionnaires et font preuve d'une meilleure croissance de l'emploi ».

La reconnaissance de l'impératif de la valeur contribue à l'existence d'un marché financier actif, lui-même condition essentielle de l'efficacité et du développement économiques. Un marché actif permet de susciter une demande d'information accrue de la part des investisseurs. Cette transparence permet à son tour d'augmenter l'efficacité du marché et donc la fluidité du capital. Le capital s'oriente alors vers les investissements les plus productifs, et pénalise les équipes de management les moins efficaces. La promotion

de la valeur actionnariale permet donc de créer un environnement propice à une allocation optimale des capitaux investis. De nombreux signes montrent que même les gouvernements les plus réticents à l'égard des investisseurs internationaux comprennent la nécessité économique d'attirer les capitaux, et pour cela d'offrir une infrastructure financière moderne qui, par définition, privilégiera une approche actionnariale. Refuser de s'engager dans cette transformation ne pourra conduire qu'au déclin et à l'isolement économique et financier.

Un nouvel impératif : le marketing du titre

Les dirigeants doivent comprendre la logique des marchés et adopter de nouveaux comportements pour répondre aux attentes des investisseurs.

La mise en place d'une gestion de la valeur passe par la reconnaissance de la principale qualité du marché financier, à savoir celle d'être... un marché ! L'entreprise se concentre tout naturellement sur le marché des biens réels où se trouvent ses clients et ses concurrents. En réalité, il est tout aussi important de prêter attention au marché financier où sont présents non seulement ses actionnaires mais aussi ses concurrents. L'entreprise doit exceller sur ces deux marchés. Le marché financier est le miroir du marché réel. Négliger l'un ne manquera pas d'avoir des conséquences dramatiques sur l'autre.

Sur le marché financier, le chef d'entreprise doit avoir un comportement identique à celui qu'il

adopte sur le marché réel. Il doit d'abord comprendre quelles sont les attentes de ses clients/actionnaires. Ensuite, il doit s'organiser pour répondre à ces attentes (fabrication d'un produit risque/rentabilité correspondant aux attentes). Enfin, il doit respecter ses promesses et informer le marché sur la façon dont il compte les honorer. Pour reprendre une expression utilisée par P.Vernimmen dans son livre «Finance d'entreprise» : «le financier est un commerçant de titres financiers». Face à des concurrents qui sont aussi à la recherche de ressources pour accélérer leur développement, le succès d'une entreprise passera de plus en plus par la mise en place d'un marketing du titre qui permettra une meilleure maîtrise des anticipations de ses actionnaires. Le signe du succès stratégique se manifeste dans la part de marché financier de l'entreprise au sein de son secteur.

L'un des préalables à la mise en place d'un marketing du titre est la compréhension du fonctionnement des marchés financiers. Contrairement à ce que l'on pense

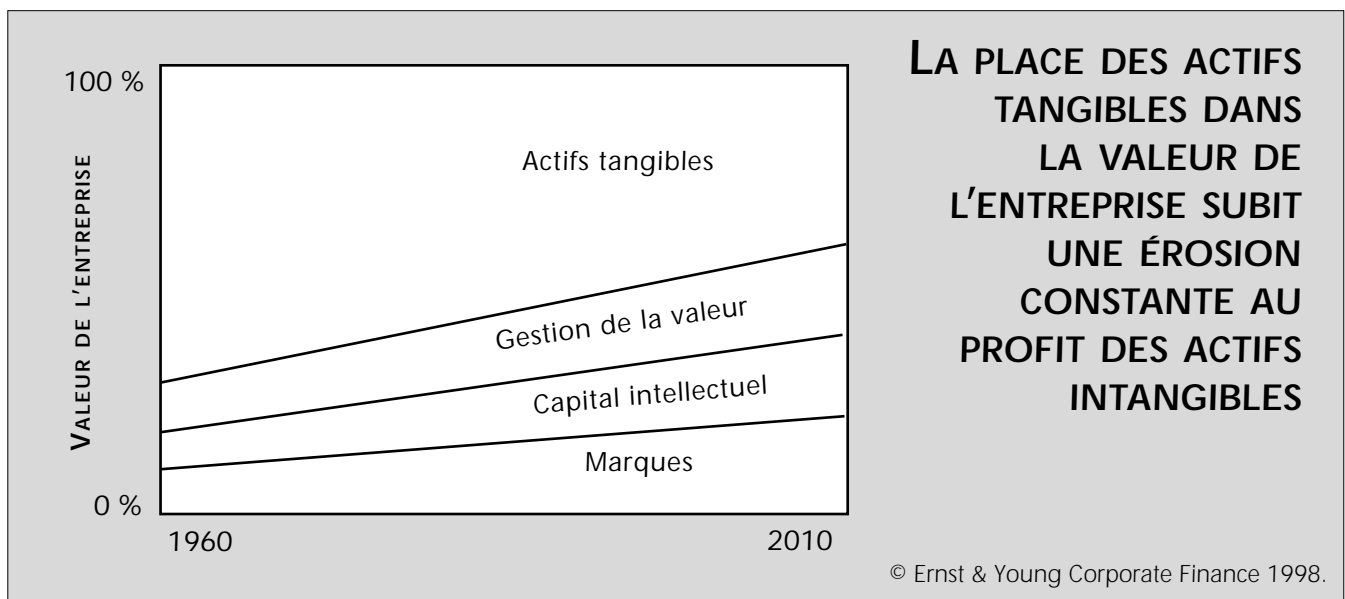
parfois, les marchés financiers sont efficaces, ou plutôt «semi-éfficients», ce qui signifie que la valeur des titres d'une entreprise reflète toute l'information disponible du moment. L'hypothèse d'efficacité est une des hypothèses les plus démontrées dans la recherche. Le marché représente donc un indicateur essentiel pour le management. Sachant qu'il effectue un traitement de l'information particulièrement complexe, comment distinguer ce qui compte vraiment aux yeux des investisseurs ? Une étude conduite récemment par Ernst & Young («Measures That Matters») montre que 35 % des décisions d'investissement reposent sur des critères non financiers. Parmi ceux-ci, les plus significatifs concernent l'exécution de la stratégie (l'entreprise est-elle capable d'appliquer sa stratégie, quelle qu'elle soit ?), la crédibilité du management (il est rare qu'un analyste sérieux se prononce sur une entreprise sans rencontrer ses principaux managers), la qualité de la stratégie, la capacité d'innovation, la capacité d'attirer et de garder des collaborateurs de talent, la part de marché, l'expérience du management, l'aligne-

ment des rémunérations sur la création de valeur, la qualité des principaux processus de l'entreprise.

Cette étude vient conforter ce que les managers n'osaient plus espérer : les marchés se comportent «intelligemment». Ils tiennent compte de la réalité stratégique, managériale et humaine de l'entreprise. Grâce à des techniques statistiques élaborées, il est même possible de réaliser une véritable étude de marché pour déterminer les attentes et les interrogations d'investisseurs sur une entreprise et les comparer avec la façon dont ils jugent ses principaux concurrents.

La communication financière des entreprises doit donc être profondément repensée.

Seuls quelques dizaines d'actionnaires comptent réellement. Il est possible d'avoir un véritable dialogue avec eux. Il s'agit là d'un échange : leur point de vue est essentiel pour l'amélioration des opérations de l'entreprise car il s'appuie sur une analyse certes différente (car ils ne bénéficient pas des mêmes informations que le management), mais tout aussi pro-



fonde. Les chefs d'entreprise sont souvent étonnés de voir à quel point la stratégie sur laquelle ils s'étaient pourtant montrés discrets est comprise et disséquée dans les rapports d'analyse des meilleurs «brokers». Dans la mesure où le métier est justement de se concentrer exclusivement sur l'analyse de quelques entreprises du même secteur, ils parviennent à sonder les reins et le cœur des politiques d'entreprise.

Les messages qui sont transmis doivent être significatifs, c'est-à-dire qu'ils doivent pouvoir permettre au marché d'anticiper la rentabilité future de l'entreprise. Le rapport annuel qui comporte essentiellement des informations historiques n'est guère utile pour l'analyste ou l'investisseur. Il doit en revanche rappeler quel est le modèle de

développement de l'entreprise et insister sur les capacités d'exécution et la volonté stratégique à tous les niveaux dans l'organisation³.

Mais au-delà des déclarations, seuls importent les actes. Il ne s'agit pas de dévoiler des axes stratégiques confidentiels, ni de faire des promesses chiffrées en terme de résultats. Il faut montrer que l'on comprend les attentes du marché et expliquer comment on compte les satisfaire. La mise en place d'une organisation, de procédures et de politiques qui démontrent que l'entreprise est avant tout soucieuse de faire croître la valeur actionnariale est déterminante. Trop d'entreprises considèrent qu'une intervention musclée ou bien calibrée du Président est suffisante pour don-

ner confiance à la communauté financière. Si cette intervention est suivie par une véritable mobilisation de l'ensemble des collaborateurs, c'est exact. Dans le cas contraire la sanction du marché sera rapide.

Une complication : l'incertitude de la valeur

Les transformations de l'économie rendent le concept de valeur plus difficile à identifier et à maîtriser.

Nouvelle mission pour les managers, la gestion de la valeur et des anticipations des investisseurs est loin d'être une tâche aisée. En

L'ORÉAL : LA VALEUR PAR LA CROISSANCE

Bon élève classé parmi les trois champions EVA MVA par l'Expansion - Stern & Stewart en 1996, L'Oréal reste néanmoins très prudent quant à l'utilisation systématique d'indicateurs «standards» lorsqu'il s'agit de la valeur... car pour le groupe, en premier lieu, il n'y a de valeur que par la croissance régulière du chiffre d'affaires et du résultat, de même que par le rendement actuariel de l'investissement réalisé par l'actionnaire (il ressort à plus de 27 % par an sur les dix dernières années !). Objectif simple : que la croissance du résultat d'exploitation soit supérieure à celle du chiffre d'affaires. C'est à partir des actions sur le terrain que se crée la valeur du groupe. «Cette valeur est celle qui est donnée par tel ou tel indice financier pour le passé, déclare François Basset-Chercot, secrétaire général du Conseil d'Administration de L'Oréal, mais c'est la mesure de la dynamique des métiers, des hommes et des structures pour l'avenir». Le message de M. Owen-Jones, Président de L'Oréal, est d'ailleurs clair : le groupe doit atteindre 100 milliards de chiffres d'affaires en 2001 en croissance interne, mais aussi externe si des opérations jugées intéressantes se présentent. Et chacun dans la

structure doit y participer : le taux de la participation et de l'intéressement est élevé pour l'ensemble du personnel, les principaux managers sont rémunérés sur la base d'objectifs de développement qui sont fixés avec eux, et ils bénéficient d'options d'achat d'actions de la maison mère.

Le groupe a un atout majeur : sa stabilité. De son capital, comme de son management car depuis 90 ans le groupe a connu la succession de... quatre présidents seulement ! La confiance des actionnaires, internationaux en particulier, lui est accordée grâce à cette stabilité.

«Au-delà de toute considération financière, la valeur du groupe est basée sur l'expérience et le génie des hommes qui l'animent et sur la qualité de sa recherche, avant d'être mesurée par un indicateur financier, même si dans ce domaine la rigueur est toujours d'actualité» souligne François Basset-Chercot.

Le classement de l'Expansion - Stern & Stewart est le résultat d'une politique de croissance, il n'est pas pour le groupe un indicateur de politique stratégique ou de gestion prévisionnelle.

effet, plusieurs évolutions se conjuguent pour rendre la notion de valeur plus complexe à déterminer et à maîtriser. Créer de la valeur consiste avant tout à construire des avantages compétitifs. Des trois moyens génériques décrit par G.Hamel dans «Competing for the future» : le «smaller» (restructuration du portefeuille d'activités et politique de «downsizing») ; le «better» (reengineering des processus et politique d'améliorations continues) ; le «different» (réinvention du secteur et régénération des stratégies), seul le troisième est en mesure de créer de véritables avantages compétitifs, c'est-à-dire inimitables, mais c'est celui qui requiert le plus d'imagination.

À cette difficulté avérée s'ajoute une montée en puissance d'une économie de l'intangible. La valeur devient plus volatile, et sa maîtrise plus incertaine. L'économie de l'intangible touche l'offre, le marché et les moyens de production.

C. Meyer et S. Davis dans «Blur» décrivent la transformation profonde des rapports entre acheteurs et vendeurs : «il s'agit d'une transformation d'une route à deux voies en autoroute à six voies. Sur la route traditionnelle, il n'y avait qu'une voie dans chaque

direction ; le client venait d'un côté avec de l'argent et le vendeur du côté opposé avec un produit ou un service. Maintenant, il y a trois voies qui vont dans chaque direction. L'une d'entre elle est dédiée au trafic économique, la seconde à l'échange d'informations, et la troisième à l'échange de valeur émotionnelle». On assiste ainsi à des échanges complexes où l'on a du mal à déterminer qui sont les vendeurs et qui sont les acheteurs (que l'on songe à ces entreprises comme Netscape qui donnent leurs produits à leurs clients afin d'établir – ou de rétablir – le plus rapidement possible une part de marché dominante).

Une nouvelle logique économique est également en train de prendre forme. Décrite par A. Brandenburger et B. Nalebuff dans «Co-opetition», ou encore par James Moore dans «The death of competition», elle privilégie ce que l'école stratégique d'HEC appelle depuis longtemps les «stratégies relationnelles» entre les acteurs économiques. L'apparition de «business web» est en train de bouleverser les relations entre les anciens partenaires ou concurrents. Il n'est plus rare de voir deux entreprises concurrentes s'allier

pour profiter d'une opportunité (création du Power PC par IBM et Apple) ou encore une entreprise aider ses fournisseurs ou des fabricants de produits complémentaires à se développer (lancement par Sun Microsystem d'un fond de capital risque de 100 millions de dollars pour aider les start-ups qui se spécialisent dans les produits complémentaires à Java).

Enfin la montée de la part de l'intangible dans le capital économique des entreprises constitue l'une des transformations qui mettent le plus à mal les méthodes d'analyse traditionnelles du contrôle de gestion. C'est ainsi que la valeur de marché de Microsoft est égale à plus de 16 fois sa situation nette. La véritable valeur de l'entreprise de Bill Gates n'apparaît pas dans ses comptes, elle est ailleurs : elle est dans le capital intangible de la société.

Face à la gestion de la valeur, les managers sont donc dans une situation pour le moins inconfortable : d'un côté celle-ci doit être maximisée afin de conforter l'avenir et s'assurer que les exigences du marché ont été satisfaites, et de l'autre, les évolutions économiques rendent chaque jour son appréhension et sa mesure plus déli-

LES ÉLÉMENTS D'UNE DISCIPLINE DE LA VALEUR

ANALYSER

- Diagnostic stratégique de la valeur
- Analyse de marché financier
- Audit des processus clés de la création de valeur

ALIGNER

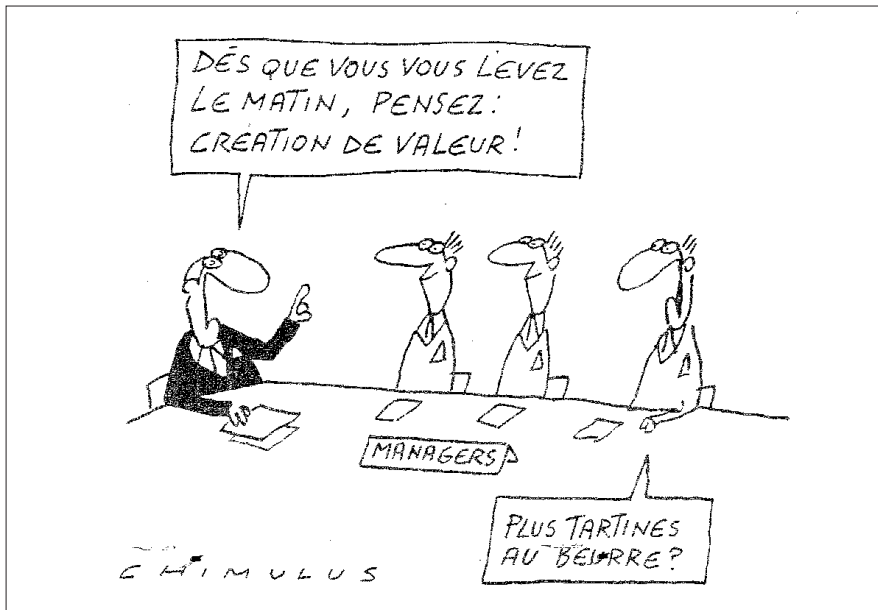
- Projet d'implantation
- Outils d'analyse
- Value scorecards
- Processus décisionnels
- Formation et communication
- Rémunération
- Gouvernement d'entreprise

CRÉER

- Décisions stratégiques
- Exécution stratégique (M&A)
- Management du risque
- Politique financière et signalisation au marché
- Choix d'investissements
- Portefeuille d'améliorations de la valeur

ITÉRER

© Ernst & Young Corporate Finance 1998.



catés. Pourtant, il est nécessaire de la gérer. Loin d'aboutir à une conclusion d'impuissance, ces différents éléments incitent à envisager la gestion de la valeur comme une discipline managériale à forte connotation stratégique avant d'être une préoccupation financière.

Une discipline managériale

Le Value Based Management est avant tout une discipline qui vise à améliorer la décision stratégique en introduisant à tous les niveaux de l'entreprise la préoccupation de la valeur

La valeur ne se crée pas par hasard, surtout dans un environnement de plus en plus incertain, intangible et volatile. Le processus de création de valeur doit être organisé pour être efficace. Deux attitudes extrêmes sont fréquemment observées. La première, minimaliste, s'attache à mettre en place des mesures considérées comme étant révélatrices de la création de valeur (profit économique, EVA,

VEC, ROCE...)⁴, et s'en servir comme vecteur de communication. La seconde, maximaliste, consiste à mettre autour de ces mesures, des systèmes et des procédures rigides dont l'objectif est d'encadrer les décisions de gestion et de rémunérer partiellement les managers en fonction du respect des règles financières imposées. Ni l'une ni l'autre ne répondent convenablement au défi de la création de valeur.

La première attitude est bien entendu insuffisante. Ce n'est pas en mettant au point des capteurs, aussi sophistiqués soient-ils, que l'on va créer de la valeur. Ceux-ci ont d'ailleurs une nature avant tout historique alors que l'essentiel de la valeur est contenu dans la capacité de l'entreprise à saisir les opportunités futures les plus intéressantes. En outre, aucune recherche indépendante n'a démontré l'existence d'une corrélation générale forte entre ces indicateurs et les performances actionnariales. La publicité faite autour de quelques exemples (IBM ou Coca-Cola) ne saurait constituer la preuve d'une règle générale et absolue. Enfin, ces mesures sont

basées sur la valeur comptable de l'actif économique alors que l'exigence de rentabilité des investisseurs porte sur la valeur de marché de leur investissement. L'utilisation de ces indicateurs est pertinente pour les entreprises dont la valeur de marché est inférieure à la valeur comptable. Elle l'est moins dans le cas inverse.

La seconde attitude conduit à des comportements pervers. Elle focalise les managers sur le court terme et peut les inciter à sous-investir. «Si vous n'avez pas de point de vue à long terme vous n'aurez aucun moyen de créer de nouveaux marchés», déclare Gary Hamel. «AT&T a inventé le vidéophone en 1939, en a fait la démonstration en 1964 et l'a lancé en 1992. JVC a planché pendant vingt ans sur le magnétoscope. Le Walkman de Sony et le téléphone cellulaire de Motorola ont incubé pendant une longue période [...] Vous ne pouvez pas écrire une étude de cas à chaque fois. Vous devez vous impliquer émotionnellement». Ces observations sont corroborées par les piètres performances actionnariales (à l'exception de Coca-Cola) des entreprises qui ont mis en place des systèmes rigides de gestion de la valeur⁵.

La vérité est donc quelque part entre ces deux attitudes extrêmes.

Prenons l'exemple des deux plus célèbres «value companies», Coca-Cola et General Electric (GE). Ces deux groupes constituent des références mondiales en terme de création de valeur. Pourtant, leur approche stratégique et leur système de gestion sont très différents. Coca-Cola concentre son énergie sur un métier unique, tandis que GE, qui s'appuie sur plus d'une dizaine de divisions, apparaît davantage comme un groupe hétéroclite. Coca-Cola privilégie l'EVA⁶ dans sa gestion quotidienne

et stratégique, alors que GE récuse l'utilisation de cet indicateur pour se concentrer sur la génération de cash, mais aussi sur les «quaterly earnings», entreprise américaine cotée oblige. Le système financier n'est donc pas le facteur déterminant.

Ces deux entreprises se caractérisent avant tout par la qualité de l'analyse, de la décision et de l'exécution stratégiques. Communication financière et mobilisation interne sont articulées autour de la croissance à long terme, de la satisfaction des clients et du personnel et de la création de valeur pour les actionnaires. Coca-Cola souligne le fait que sa croissance est «infinie» et qu'elle pourra l'exploiter grâce à la qualité de ses produits, à l'intelligence de son marketing, à sa puissance financière, et à la qualité de ses décisions d'investissement. GE insiste avant tout sur les «inputs» :

rapidité, qualité, satisfaction des clients et des employés. La direction de GE part du principe qu'en mettant l'accent sur ces concepts, le groupe créera des avantages compétitifs sur le long terme, et donc de la valeur immédiatement.

Les actionnaires savent distinguer l'écume des mouvements de fond. Lorsque l'on examine les entreprises créatrices de valeur, qu'elles soient ou non des «Messieurs Jourdain» de la valeur actionnariale, on s'aperçoit que la clé du succès réside dans la mise en place d'une approche managériale systématique et formalisée visant à maximiser la création de valeur à long terme en développant des avantages compétitifs. Plus que les capteurs mis en place, ou même leur précision, c'est la qualité des décisions stratégiques qui est en question, et, in fine, la culture de l'entreprise.

Plus spécifiquement, les entreprises créatrices de valeur présentent toutes les caractéristiques suivantes :

- ✓ une entreprise et des hommes mobilisés autour de la création de valeur à long terme ;
- ✓ une prise de décision stratégique fondée sur la création de valeur ;
- ✓ une procédure budgétaire et une allocation de ressources cohérentes avec le plan à long terme ;
- ✓ un système de mesure de performance permettant de suivre la construction des avantages compétitifs et de récompenser les managers en conséquence ;
- ✓ une stratégie financière et un gouvernement d'entreprise significative aux yeux des investisseurs.

L'objectif du Value Based Management (VBM) ou gestion par la valeur est d'améliorer la prise de décision stratégique. Le princi-

ATOS

LA VALEUR : RÉCONCILIATION DE LA FINANCE ET DU MANAGEMENT

Le groupe ATOS, né en janvier 1997 de la fusion des groupes AXIME, SLIGOS et GSI, se retrouve avec 86% de son capital dans le public, dont près de 60 % sont détenus par des investisseurs étrangers (30 % aux États-Unis). Afin de parler le même langage de part et d'autre de l'Atlantique sur les mesure de performance et de valeur, les dirigeants du groupe nouveau-né ont lancé un chantier de réflexion sur ce que l'on entend par valeur. Le capital du groupe étant avant tout humain, la direction des ressources humaines est naturellement associée à la direction financière, pilote de la réflexion.

Tout d'abord, l'équipe pilote s'est rapidement rendue compte que l'analyse de la valeur va au-delà de la simple équation de rentabilité des capitaux employés ; «il faut dédramatiser le ratio EVA-MVA, déclare Corinne Fornara, directeur du contrôle de gestion du groupe, la démarche est loin d'être uniquement financière ; certes tout peut être valorisé, mais les financiers ne sont pas les maîtres de la valeur. Notre objectif est d'intégrer la valeur comme indicateur dynamique d'évaluation de notre performance. L'erreur serait de l'utiliser de façon statique ; si nous sommes heureux de bénéficier d'un bon rang au classement EVA-MVA de l'Expansion (49^e rang pour AXIME en 1996), nous savons aussi que ce classement est instantané, il ne représente pas une réelle dynamique de création de valeur. La valeur implique une continuité dans le temps, et c'est en cela qu'elle se distingue d'un raisonnement financier classique. Elle nous apparaît comme un bon compromis entre le financier, le management et les ressources humaines. Et l'un de nos principaux atouts étant que les fonctions communiquent bien entre elles dans le groupe, il nous reste très peu de personnes à convaincre pour passer à l'étape suivante : la mise en place progressive d'un management par la valeur, et l'utilisation de la valeur comme outil de décision stratégique».

pal mérite du VBM est d'introduire une logique de marché financier dans la gestion quotidienne de l'entreprise. Outre ses responsabilités classiques, le manager devient également gestionnaire d'actifs. Il doit prendre en considération les attentes des actionnaires qui ont une exigence de rentabilité minimale sur le long terme. Mais le décideur ne doit pas faire prédominer l'analyse financière. Il doit s'en servir pour améliorer son choix stratégique. Il ne s'agit pas d'inter-

dire l'intuition ou le pari, mais d'introduire une rationalité financière pour enrichir la perspective.

La mise en place d'une discipline de la valeur s'effectue en trois étapes : l'analyse préalable, l'alignement de l'entreprise et la création de valeur proprement dite.

L'analyse préalable consiste à identifier quelles sont les activités qui créent de la valeur et celles qui en détruisent. S'appuyant sur l'examen des stratégies de chaque

domaine d'activité, sur leur projections financières et leurs risques respectifs, elle permet de mettre en évidence les leviers financiers de la création de valeur. L'application de méthodes d'évaluation classiques (comme les cash flows actualisés) conduit à la valorisation de chaque domaine d'activité. Si l'entreprise est cotée, il est nécessaire de procéder à une analyse de l'écart entre la valeur intrinsèque obtenue par l'évaluation des plans d'affaires et la valeur de marché de l'entreprise. Enfin, une analyse de l'évolution de sa part de marché financier dans le secteur apporte un éclairage complémentaire sur les anticipations des investisseurs. L'intérêt majeur de ce type d'analyse est de générer des hypothèses d'amélioration stratégique (cessions ou acquisitions d'activités, modification de la stratégie de tel ou tel domaine, etc.) dont il convient de tester la pertinence ultérieurement.

L'alignement de l'entreprise est essentiel. Il consiste à mettre en place les outils et les procédures nécessaires à la réflexion et à l'action stratégiques des managers. D'une manière générale, ce sont des outils de simulation financière plus ou moins sophistiqués en fonction des besoins des opérationnels. Ils sont particulièrement utilisés au cours de l'élaboration du plan à long terme, de la procédure budgétaire, et des choix d'investissement. La mise en place de ces outils s'accompagne habituellement d'un programme de formation et de sensibilisation des principaux décisionnaires aux techniques de la création de valeur.

De nouveaux indicateurs sont mis en place afin de contrôler la qualité financière des décisions (Profit économique, ROCE, etc.). Cependant, ils ne sont pas suffisants pour surveiller la qualité de

PRENDRE EN COMPTE LA VALEUR DES DIRIGEANTS DANS L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE.

Dans un monde en mouvement, où les repères traditionnels s'effondrent, la qualité des dirigeants devient l'indicateur phare du succès de l'entreprise. Les chiffres, les ratios, les produits, la notoriété rendent compte du présent et du passé ; la qualité des dirigeants donne le goût du futur.

Face à la complexité, à l'incertitude, dans une société du savoir, ils sont la source même de la valeur. Les dirigeants donnent le ton, impriment un style de leadership, révèlent les talents. Peut-on imaginer une évaluation de la valeur qui prendrait en compte les alternatives suivantes ?

- ✓ Créent-ils ou ne créent-ils pas les conditions pour que les hommes et les femmes prennent des initiatives et des responsabilités ?
- ✓ Anticipent-ils les changements ou courent-ils après des adaptations successives ?
- ✓ Pratiquent-ils la stratégie du boulanger qui fait lever la pâte ou celle du boucher qui coupe et réduit sans cesse ? Se comportent-ils en hommes de vision ou en comptables obsédés d'ordre et de court terme ?
- ✓ Voient-ils les mutations comme l'occasion de piloter le changement ou croient-ils qu'il suffit de décider le changement pour réussir ?

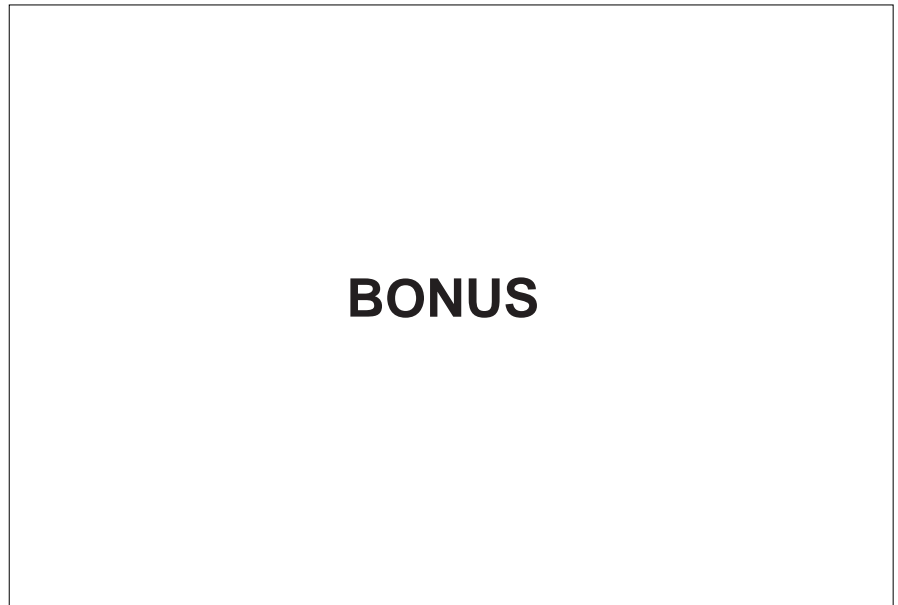
L'analyse de la valeur d'une entreprise devient l'occasion de réconcilier des approches hier sectorisées, où l'univers des actionnaires s'intéresse à la compétence et à la vitalité des hommes et des femmes de l'entreprise.

par Gabrielle Rolland, Associée de Ernst & Young,
Président de l'Institut Européen du Leadership,
auteur de nombreux ouvrages dont
«Changer le travail pour gagner son temps»
avec Hervé Sérieyx (Documentation Française, 1997)

l'exécution de la stratégie qui est l'un des points déterminants de la création de valeur. Des indicateurs non financiers doivent aussi être mis en place au sein de tableaux de bord de la valeur. Le choix de ces indicateurs est particulièrement délicat car ils doivent être directement reliés à la stratégie, aux avantages compétitifs que l'entreprise souhaite développer, et donc à la création de valeur. Des méthodes inspirées du «Balanced Scorecard» de R. Kaplan et D. Norton sont à cet égard utiles. À travers un processus très participatif, elles permettent de créer un consensus chez les opérationnels autour des objectifs stratégiques et des principaux plans d'action, cela sur plusieurs dimensions essentielles de la création de valeur : la politique financière, les clients, les processus et les hommes.

L'alignement de l'entreprise sur la création de valeur ne serait pas complet si les rémunérations n'étaient touchées. Puisque l'objectif du VBM est de faire en sorte que les managers se comportent comme des actionnaires, il est logique qu'une partie plus importante de leur rémunération soit dépendante de la création de valeur. Au plus haut niveau de l'entreprise, il est concevable d'établir un lien direct entre valeur actionnariale et rémunération (exemple de la Compagnie Générale des Eaux). Plus on descend dans la pyramide des responsabilités, plus les critères d'appréciation doivent être liés à des éléments sur lesquels les opérationnels ont une réelle maîtrise. Pour assurer un lien avec la création de valeur, il suffit de prendre comme référence les indicateurs non financiers identifiés dans le tableau de bord de la valeur.

Après avoir fait un état des lieux, et mis en place les outils d'analyse et



BONUS

d'incitation, l'entreprise est mieux armée pour prendre des décisions créatrices de valeur. Deux niveaux doivent être considérés : celui du groupe et celui des unités stratégiques.

Pendant trop longtemps on a imaginé que les directions générales ne pouvaient pas créer de valeur (c'est le concept de la décote de holding). En réalité, comme le montre l'exemple de GE, certains conglomérats en créent beaucoup. La responsabilité du groupe en la matière est multiple. Elle consiste d'abord à utiliser les éléments d'analyse et les hypothèses stratégiques de la première phase pour conduire une réflexion stratégique sur le portefeuille d'activités. L'exécution des décisions stratégiques qui en découleront est particulièrement délicate. C'est en effet au cours des processus de croissance externe que les destructions de valeur les plus fortes se produisent. L'utilisation des outils d'analyse et de simulation pour valider l'opportunité d'une acquisition et le coût de son intégration dans le groupe permettent de rationaliser la décision et limiter les risques. Enfin, la dernière fonction

majeure d'un groupe est d'assurer les relations avec les investisseurs et de bâtir une stratégie marketing du titre. À cet égard, il s'agit moins d'exprimer une communication cohérente à la fois avec les attentes des investisseurs et la capacité de l'entreprise à délivrer ses promesses, que d'adresser au marché des signaux tangibles sur la volonté de l'ensemble de l'organisation de créer des avantages compétitifs à long terme. Ces signaux sont opérationnels (politique d'investissement, nouveaux produits, politique générale de développement, principes de Gouvernement d'entreprise...) et financiers (politique de dividendes, rachats d'actions, scissions, structure financière...). Leur maniement est très délicat et suppose une parfaite compréhension du fonctionnement des marchés financiers en général et du comportement de son actionnariat en particulier.

Au niveau des unités stratégiques, la création de valeur consiste à créer des avantages compétitifs réels et durables. Les plans d'action sont déterminés lors de l'exercice annuel de planification, et les objectifs sont transcrits dans les

tableaux de bord de la valeur. Les opérationnels utilisent de manière intensive les outils de simulation mis à leur disposition pour analyser la sensibilité de la valeur à l'amélioration des différents paramètres d'exploitation, et pour prendre leurs décisions d'investissement ou de désinvestissement. L'une des clés du succès de l'implantation du VBM réside dans la façon dont ces outils sont perçus par les opérationnels : ils doivent être considérés comme des outils d'aide à la décision, et non comme de nouveaux moyens de contrôle de la direction financière.

Les clés du succès

Chaque entreprise doit définir les caractéristiques de la discipline actionnariale qu'elle veut s'imposer. Il n'y a pas de modèle universel.

Peu d'entreprises peuvent se targuer d'avoir mis en place un système complet et efficace de gestion de la valeur. Cependant, il est possible de tirer quelques leçons des expériences passées ou en cours, même si beaucoup restent partielles. Quelques conditions doivent être réunies pour assurer le succès d'une mise en place qui

passé avant tout par l'adhésion de l'ensemble du personnel de l'entreprise (ce qui ne préjuge pas de son efficacité).

Il faut tout d'abord avoir conscience de l'ampleur du projet et de sa nature culturelle. On ne saurait implanter un système VBM partiel, par exemple uniquement au niveau de la direction générale du groupe. La meilleure des stratégies doit nécessairement faire l'objet d'une application détaillée jusqu'à l'atelier. Une politique de communication fine doit intégrer cette dimension holistique et culturelle. La discipline de la valeur constitue

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Le choix des investissements
par B. Husson et H. Delmas,
Delmas, 1988

Investor capitalism
par Michael Useem, Basic Books
1996 (résumé dans Business
Digest N°58 de décembre
1996)

Beyond the numbers,
par William L. Simon, Van
Nostrand Reinhold, 1997.

Corporate level strategy,
par M. Goold, A. Campbell, M.
Alexander, John Wiley & Sons
Publishers (résumé dans
Business Digest N°36 de février
1995)

The quest for value
par B. Stewart III, Harper
Business, 1991

**Valuation : measuring and
managing the value of
companies**
par T. Copeland, T. Koller, J.
Murrin, John Wiley & Sons,
1994

**Gaining and sustaining
competitive advantage**
par Jay B. Barney, Addison
Wesley, 1996.

**CFO, architect of the
corporation's future**
par Price Waterhouse, John
Wiley & Sons, 1997 (résumé
dans Business Digest N°70 de
décembre 1997)

Évaluation d'entreprise :
principes et méthodes
par Jean-Florent Rérolle,
Revue fiduciaire comptable,
N° 223, novembre 1996

Customer Connections,
par R. Wayland et P.Cole
Harvard Business School Press,
1997

**Blur, the speed of change in
the connected economy**
par Stan Davis, Christopher
Meyer, Addison Wesley
Longman, 1998 (résumé à
paraître dans Business Digest
N°74 d'avril 1998)

**Intellectual Capital, the new
wealth of organisations**
par Thomas Stewart, Nicholas
Brealey Publishing, 1997 (résumé
dans Business Digest N°67
de septembre 1997)

Competing for the future
par G. Hamel, Harvard Business
School Press, 1994 (résumé
dans Business Digest N°33 de
novembre 1994)

Co-opetition
par A. Brandenburger et B.
Nalebuff, Currency Doubleday,
1996

The death of competition
par James Moore, Harper
Collins, 1996 (résumé dans
Business Digest N°53/54 de
juillet/août 1996)

The balanced scorecard
de R. Kaplan et D. Norton,
Harvard Business School Press,
1996 (traduction française **Le
tableau de bord prospectif,**
Éditions d'organisation, 1997.

un vrai projet culturel pour l'entreprise qui l'adopte.

Les opérationnels doivent s'approprier cette philosophie. Pour cela, il convient de rester simple dans l'approche et les outils, et souligner que l'objectif est d'aider les managers à prendre de meilleures décisions. Les solutions dogmatiques sont à rejeter. Les solutions propres à l'entreprise sont à privilégier au détriment des recettes à la mode.

Peu importe le breuvage pourvu qu'on ait l'ivresse... ce qui importe est de mettre en place un système de mesure qui soit pédagogique, mais qui n'empêche pas les opérationnels de prendre des décisions. Il faut éclairer et non contraindre. Toutes les techniques financières disponibles doivent être utilisées en fonction des sujets à traiter. Un industriel aura besoin d'un modèle de cash flow simplifié tandis qu'un responsable de la R&D pourra utiliser des outils de simulation puissants (du type Monte Carlo ou optionnel). Les outils mis à la disposition des opérationnels doivent être introduits à l'origine comme des moyens d'animation, de formation et de «coaching».

La rémunération liée à la création de valeur n'est pas encore très répandue en Europe. Elle constitue pourtant un préalable à toute modification en profondeur des comportements. Elle doit être élaborée en fonction d'objectifs financiers et non financiers, et non en fonction d'une grandeur purement financière de laquelle un opérationnel se sentira forcément éloigné.

Enfin, il s'agit d'un projet à mener dans la durée. Il doit être mené comme tout projet, c'est-à-dire avec méthode et professionnalisme pour ne pas s'enliser. La gestion de projet est une compétence importante dont il ne faut pas sous-esti-

mer le rôle dans la mise en place de cette nouvelle discipline.

Cette philosophie de la création de valeur présente néanmoins un inconvénient : celui de contraindre l'entreprise à respecter ses promesses et à créer toujours plus de valeur. En effet, le marché anticipe les résultats d'une stratégie. Si celle-ci est couronnée de succès, le cours ne bougera pas puisqu'il aura déjà intégré ses effets. En revanche, les exigences de rentabilité des investisseurs prendront comme base la nouvelle valeur de

marché, et, par conséquent, augmenteront encore la hauteur de l'obstacle que le management devra franchir dans le futur. C'est un inconvénient important pour le management. Cependant une entreprise cotée peut-elle se permettre de négliger cette discipline lorsque de plus en plus de ses concurrents l'adoptent ? Sa mise en place offre aux entreprises qui l'ont adoptée, sciemment ou inconsciemment, une supériorité stratégique considérable.

¹ Le besoin en fonds de roulement est égal aux stocks, aux créances clients et autres créances d'exploitation, moins les dettes fournisseurs et autres dettes d'exploitation.

² Directeur du Capital Intellectuel chez Skandia.

³ Le rapport annuel de Coca-Cola est un modèle du genre

⁴ Le Profit Économique, (ou EVA™ ou encore Valeur économique créée) 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 ; le ROCE ou «return on capital employed» est le résultat d'exploitation rapporté à l'actif économique d'ouverture.

⁵ En prenant comme échantillon une vingtaine d'«EVA™ companies» parmi les plus célèbres aux États-Unis, on s'aperçoit que leurs performances actionnariales sont similaires à celles du marché. En retirant Coca-Cola de l'échantillon, leurs performances sont très inférieures à celles du marché.

BULLETIN D'ABONNEMENT À BUSINESS DIGEST

Votre abonnement annuel comprend 11 numéros avec :

- 22 résumés des meilleurs ouvrages de management français et étrangers sélectionnés chaque année parmi plus de 1 500.
- 60 résumés d'articles de la presse internationale de management sélectionnés parmi plus de 3 000.

À ceci s'ajoutent 2 suppléments thématiques semestriels pour faire un «état de l'art» des concepts et des pratiques de management à la pointe de l'actualité.

Merci de compléter et de nous retourner ce bulletin par fax au 01 55 46 96 95 ou par courrier à l'adresse suivante :

Business Digest – 42, bd Jean Jaurès – 92110 Clichy

Nom, prénom : Société :

Fonction et secteur d'activité:.....

Adresse :

Code postal : Ville :

Tél. : Fax :

Voici mon règlement par chèque de **3 300 F TTC*** (TVA 2.1 %) à l'ordre de **Business Digest** et je recevrai une facture acquittée par retour de courrier.

Je règle à réception de facture.

ONT COLLABORÉ AUX RECHERCHES QUI ONT PERMIS
LA RÉALISATION DE CE DOSSIER THÉMATIQUE :

Ernst & Young – Département Corporate Finance :
Tour Manhattan Cedex 21, 92095 Paris la Défense 2
Tél : 01 46 93 65 88 – Fax : 01 47 76 20 33

Jean-Florent RÉROLLE, Associé, en charge du Département
Corporate Finance et du Value Based Management.

Jean-Michel BÉGHIN, Directeur de Mission

**Business Digest
(Observatoire des idées du management) :**

42, boulevard Jean Jaurès, 92110 Sèvres cedex
Tél : 01 55 46 96 97 – Fax : 01 55 46 96 95
E-mail : bdigest@easynet.fr

Françoise TOLLET,
Ingénieur agronome Paris Grignon, master HEC,
Directeur adjoint de la publication

Valérie LANGLOIS
HEC, Directeur du Développement

Marina KOLESNIKOFF,
ESC Compiègne, responsable de la rédaction

POUR EN SAVOIR PLUS : NOTRE SÉLECTION DE SITES WEB

Sur la nouvelle économie de la valeur :
<http://www.businessinnovation.ey.com/main.html>
<http://www.blursight.com/>

Sur l'évaluation d'entreprise :
<http://www.cba.bgsu.edu/amis/facstaff/dalbrec/wwwval/wwwval01.html>

Sur la finance d'entreprise
<http://www.finweb.com/>
<http://www.cob.ohio-state.edu/~fin/journal/jofsites.htm>
<http://www.finance-net.com/accueil.htm>

Ernst & Young
<http://www.ey.com/home.asp>
Jean-Florent.Rerolle@fr.eyi.com
(pour toute information sur la gestion de la valeur)

À paraître en septembre 1998
L'État de l'Art n°5 :
Stratégie et théorie des jeux

Business Digest

42, boulevard Jean Jaurès 92110 Clichy
Tél. : 01 55 46 96 97
Fax : 01 55 46 96 95
e-mail : bdigest@easynet.fr

Comité de sélection et de lecture :

M. Laurent Maruani, Directeur de l'Institut des Stratégies Industrielles, Diplômé d'HEC, DEA d'Econométrie, de Prévision et de Prospective à l'Université de Paris IX Dauphine, Professeur d'Economie et de Marketing au Groupe HEC.

M. Yvon Pesqueux, Docteur d'État ès Sciences Économiques à l'Université Paris I, Professeur au Département Comptabilité et Contrôle de Gestion du Groupe HEC et Chargé de Cours à l'Université Paris IX Dauphine.

M. Maurice Benzaquen, diplômé de l'école Centrale Paris, Directeur associé Altis.

M. Jean-Florent Rérolle, Associé Ernst & Young, département Corporate Finance, Maître de conférence à HEC.

M. Michel Saloff-Coste, directeur général de MSC, société de conseil en management, stratégie et communication, expert international en prospective et organisation.

Directeur de la Publication Gérant : Florian Grill

Directeur adjoint de la Publication : Françoise Tollet

Directeur du développement : Valérie Langlois

Responsable de la rédaction : Marina Kolesnikoff

Éditorialistes : Carine Causse, Christine Durroux,
Pierre Humeau

Editing : Jean-Louis Denecker, Constance Gournay

Imprimé par l'Imprimerie Victor Buck

Commission Paritaire : n° 73568

ISSN : 1167-2064

Dépot légal à parution

Prix de l'abonnement : 3 300 F TTC

3300 F TTC par an ; TVA : 2,1%

Prix du numéro : 300 Francs TTC

Business Digest est édité par Flodich & Co, Groupe SDGP

SARL au capital de 50 000 Francs

Constituée le 17 janvier 1992

RCS Nanterre B 384 152 971

Siège social : 42, boulevard Jean Jaurès 92110 Clichy

Principal actionnaire : Florian Grill

Publication adhérente à la Fédération Nationale de la Presse Spécialisée, (Section Presse Économique Juridique Politique). © 1992, BUSINESS DIGEST, Paris

Tous droits réservés. Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit, sous quelque forme ou par quelque procédé que ce soit, notamment par photocopie et microfilm, sans l'autorisation écrite préalable de l'Éditeur. Business Digest et Flodich & Co sont des marques déposées.

Cet État de l'art sur la valeur a été réalisé à
partir d'une bibliographie
très large dont nous vous avons présenté
ici une sélection.

Si vous désirez
une bibliographie
plus complète ou plus spécifique,
n'hésitez pas à nous contacter à :

Business Digest

42, boulevard Jean Jaurès
92110 Clichy.

Tel : 01 55 46 96 97

Fax : 01 55 46 96 95

e-mail : bdigest@easynet.fr