

La discipline de la valeur

Face à la pression croissante de la communauté financière, la création de valeur devient un thème incontournable. Cependant, trop souvent, les entreprises ne font que proférer des incantations en sa faveur. Comme le montrent de nombreux exemples aux Etats-Unis, cette technique ne peut durer longtemps. Après l'incantation vient nécessairement la réalisation. L'augmentation continue du cours de bourse à un rythme supérieur à celui du marché ou des principaux concurrents est la marque du succès stratégique d'une entreprise.

Or, la valeur ne se crée pas par hasard, surtout dans un environnement de plus en plus incertain, intangible et volatil. Pour être efficace, le processus de création de valeur doit être organisé. Deux attitudes extrêmes sont fréquemment observées. La première, minimaliste, consiste à mettre en place des indicateurs de création de valeur (Profit économique, EVATM, VEC, ROCE ...)¹, et s'en servir comme vecteur de communication. La seconde, maximaliste, déploie autour de ces indicateurs, 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. Mettre en place des capteurs ne permet pas en soi de créer de la valeur. Les indicateurs habituellement utilisés ont une nature historique et comptable alors que la valeur de l'entreprise dépend avant tout de la rentabilité de ses opportunités de croissance futures. En outre, un niveau élevé de corrélation entre l'évolution de ces indicateurs à court terme et celle de la valeur boursière de l'entreprise n'a pas pu être démontré de manière satisfaisante et unanime.

La seconde attitude peut conduire les managers à se focaliser sur le court terme et 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 (...)».

Créer de la valeur consiste à prendre des décisions stratégiques susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs réels et durables. Dans des choix qui engagent l'avenir, la rationalité financière ne doit pas être négligée. Cependant, elle ne saurait en être l'unique fondement. L'intuition, la vision, la chance, la prise de risques ont aussi leur place, et tout système qui conduirait à les brider ou trop les contraindre ne saurait favoriser la création de valeur à long terme.

Pour enrichir la décision stratégique et en assurer l'exécution efficace, l'entreprise doit adopter une véritable discipline de la valeur. Lorsque l'on examine les entreprises créatrices de valeur, l'on s'aperçoit que la clé du succès réside dans la mise en place d'une approche managériale systématique visant à maximiser la création de valeur à long terme en favorisant le développement d'avantages compétitifs. Plus que les indicateurs 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.

Ces entreprises présentent généralement les caractéristiques suivantes :

- l'organisation et les hommes sont mobilisés autour de la création de valeur à long terme ;
- la prise de décision et l'exécution stratégiques sont fondées sur la création de valeur ;
- les risques opérationnels sont explicitement pris en compte par les opérationnels ;
- le système de mesure des performances permet de suivre la construction d'avantages compétitifs clairement identifiés;

¹ Le Profit Economique, (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.

- la stratégie financière et le gouvernement d'entreprise adressent des signaux clairs aux investisseurs.

Les trois dimensions de la discipline de la valeur

La mise en place d'une discipline de la valeur recouvre trois dimensions : l'analyse préalable, l'alignement de l'entreprise et la mise en oeuvre d'une stratégie créatrice de valeur (voir le schéma ci-contre).

L'analyse préalable permet de mettre en évidence les grandes problématiques de création de valeur de l'entreprise. Elle s'appuie sur l'examen des stratégies de chaque activité, sur leurs projections financières et leurs risques respectifs, afin d'identifier celles qui créent de la valeur et celles qui en détruisent. Cette analyse s'accompagne d'un diagnostic des processus clés de la création de valeur dans l'entreprise (choix d'investissement, gestion de l'innovation ...). La mise en oeuvre de méthodes d'évaluation classiques (comme l'actualisation des flux de liquidités disponibles) conduit à la valorisation de chaque activité, et de l'ensemble du groupe.

Lorsque l'entreprise est cotée, une analyse fine de ses performances boursières doit être conduite. Il convient d'examiner l'écart entre sa valeur de marché et sa valeur intrinsèque, et l'évolution relative de sa capitalisation boursière par rapport à celle de son secteur d'activité et de ses principaux concurrents. Cette analyse peut être complétée par une véritable étude de marché financier auprès des investisseurs et des analystes financiers. L'intérêt majeur de ce type d'analyse est d'identifier des hypothèses d'amélioration rapide de la valeur de l'entreprise (réorientation stratégique, cessions ou acquisitions d'activités, politique financière ...).

L'alignement de l'entreprise consiste à mettre en place des outils et des méthodes pour assister les managers dans la réflexion et l'action stratégiques. Plus ou moins sophistiqués selon les besoins, ils sont particulièrement utilisés lors de l'élaboration du plan à long terme, du budget, et des choix d'investissement. Leur mise en place s'accompagne d'un programme de formation et de sensibilisation des principaux décideurs.

De nouveaux indicateurs doivent être mis en place. Les indicateurs financiers sont insuffisants pour suivre la construction des avantages compétitifs. Ils doivent donc être complétés par des mesures non financières. Tous ces indicateurs sont recensés au sein d'un tableau de bord de la valeur, véritable outil de consensus, de diffusion et de suivi des objectifs stratégiques dans l'entreprise.

L'alignement de l'entreprise sur la création de valeur ne serait pas complet sans une adaptation des modalités de rémunération des managers. Puisque l'objectif de la discipline de la valeur est de faire en sorte que ceux-ci se comportent comme des actionnaires, il est logique qu'une partie plus importante de leur rémunération soit liée à la création de valeur. Au plus haut niveau de l'entreprise, il est concevable d'établir un lien direct entre valeur actionnariale et rémunération. 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, l'on pourra 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 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, l'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 General Electric, 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 en vue de son optimisation. C'est en effet au cours des processus de croissance externe que les destructions de valeur les plus fortes peuvent se produire. 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 d'en limiter les risques.

Enfin, une fonction majeure d'une direction générale est d'assurer les relations avec les investisseurs et de bâtir une stratégie marketing du titre. A cet égard, il s'agit moins d'adopter 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 le tableau de bord de la valeur. Les managers utilisent de manière intensive les outils de simulation mis à leur disposition pour identifier les risques opérationnels, 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 de la discipline de la valeur 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

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 passe 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 de gestion de la valeur partiel, par exemple uniquement au niveau de la direction générale du groupe. La meilleure des stratégies doit nécessairement faire l'objet d'une application déclinée jusqu'à l'atelier. Une politique de communication fine doit intégrer cette dimension holistique et culturelle. La discipline de la valeur constitue 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 seront privilégiées au détriment des recettes à la mode.

Toutes les techniques financières disponibles doivent être utilisées en fonction des sujets à traiter. Le directeur financier devra disposer d'approches sophistiquées pour comprendre où se forme la valeur, quels sont les leviers clés sur lesquels il est possible d'agir, quelles sont les attentes de ses investisseurs, quel degré d'incertitude attacher à telle ou telle prévision sur laquelle s'appuiera le message adressé à la communauté financière. Un responsable de la R&D pourra utiliser des outils de simulation puissants (du type Monte-Carlo ou optionnel), tandis qu'un industriel pourra se contenter d'un modèle de cash flow simplifié. 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.

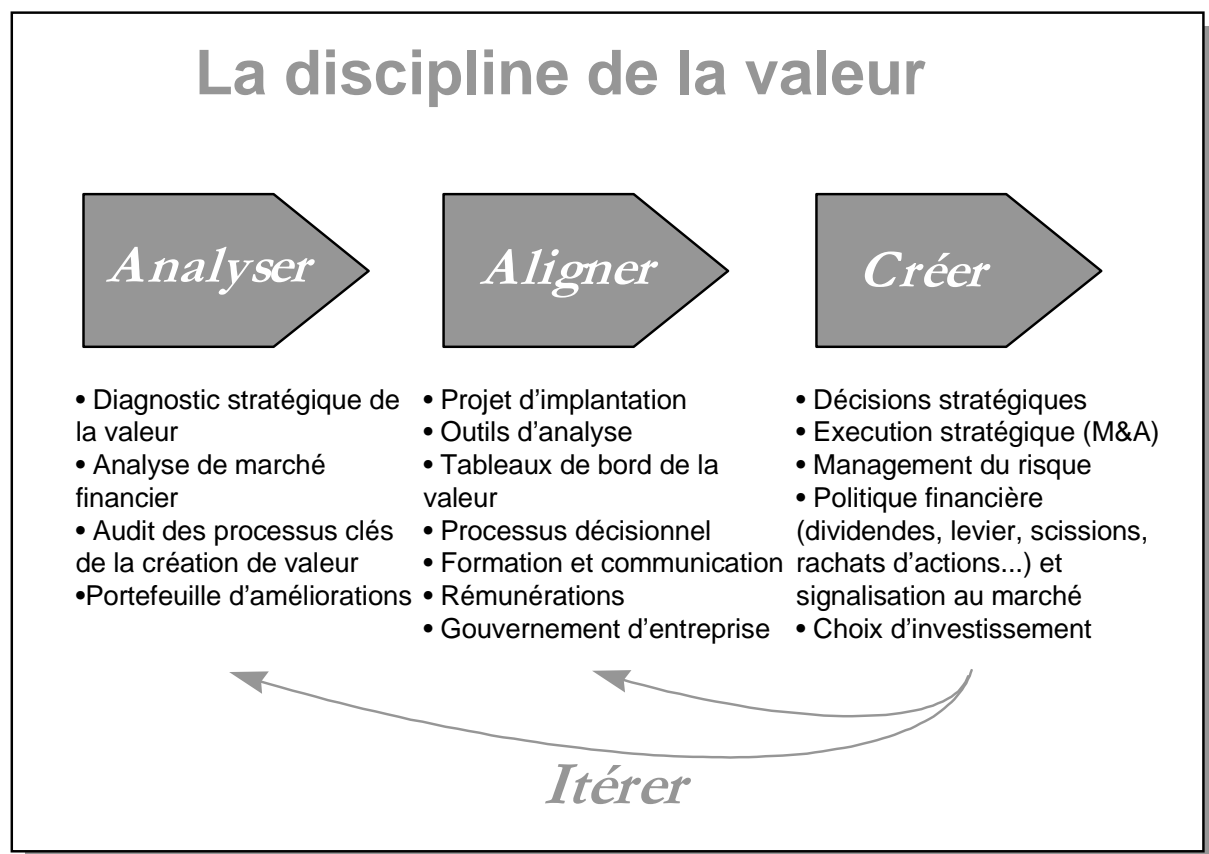
Enfin, il s'agit d'un projet à mener dans la durée. Il doit être conduit comme tout projet, c'est-à-dire avec méthode et professionnalisme. La gestion de projet est une compétence importante dont il ne faut pas sous-estimer le rôle dans la mise en place de cette nouvelle discipline.

Cette philosophie de la création de valeur présente néanmoins un revers : 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 une contrainte importante ... 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 adopté une supériorité stratégique considérable.

Jean-Florent Rérolle est Associé de Ernst & Young Corporate Finance en charge du « value based management ». Il enseigne également la Finance d'entreprise au groupe HEC et à l'ESCP.

Jean-Michel Béghin est Directeur de Mission du cabinet Ernst & Young, spécialisé dans la gestion de la valeur et le management de la performance.

Franck Quentin est Senior Consultant du cabinet Ernst & Young, spécialisé dans l'évaluation d'entreprise et la gestion de la valeur.



Résumé :

La valeur n'est pas créée 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 à long terme par des décisions stratégiques pertinentes. La discipline de la valeur permet de réconcilier stratégie et finance dans la prise de décision de l'entreprise. Elle ne se réduit donc pas au calcul d'un indicateur. Son objectif est de provoquer un véritable

changement culturel et managérial au sein de l'entreprise par la mise place d'outils et d'approches destinées à aider les opérationnels dans leur prise de décisions quotidienne.