

*Article publié dans la Revue Analyse Financière, septembre 1998.  
Réédité dans le numéro spécial de la revue Analyse Financière « Best articles of 1998 » en 1999.*

## LA CREATION DE VALEUR DANS UNE ECONOMIE CONNECTEE

*Jean-Florent Rérolle<sup>1</sup>*

Sous la pression croissante de la communauté financière internationale, les entreprises mettent la valeur actionnariale au centre de leurs préoccupations. Pourtant, malgré cette mobilisation générale, il semble que les mécanismes de la création de valeur échappent de plus en plus à la rationalité économique à laquelle on voudrait qu'ils obéissent.

La croissance extraordinaire que les marchés ont connue depuis plusieurs années semble irréaliste. Le comportement boursier des entreprises de haute technologie ou de celles qui sont liées à Internet contribue à renforcer cette sensation de malaise. Enfin, dans l'euphorie générale, les dirigeants d'entreprises aux performances boursières médiocres s'interrogent sur la capacité des investisseurs à prendre en compte les fondamentaux de l'entreprise.

Nous nous trouvons donc aujourd'hui dans une situation paradoxale : au moment où les entreprises veulent malgré tout s'inscrire dans un processus volontariste de création de valeur, les caractéristiques de la nouvelle économie rendent cette perspective plus difficile à réaliser. Ces caractéristiques, qui font l'objet d'un livre récent<sup>2</sup>, sont la vitesse, la connectivité et la montée en puissance des intangibles. Ces trois phénomènes se conjuguent et s'alimentent mutuellement pour mettre en cause toute la logique économique classique sur laquelle nos systèmes de production reposaient.

De fait, ces évolutions font vaciller nos techniques d'analyse traditionnelles et compliquent la collecte des informations nécessaires à leur mise en oeuvre. L'adaptation des entreprises à cette nouvelle situation passera par la recherche d'une meilleure osmose avec le marché financier, et l'amélioration de leur processus d'exécution stratégique.

### LA MISE EN CAUSE DES APPROCHES CLASSIQUES

Depuis quelques années, un consensus semble s'être créé (y compris en France) sur les méthodes qu'il convient d'appliquer pour mesurer la valeur d'une entreprise. La technique des flux de liquidités disponibles (ou Discounted cash flows<sup>3</sup>), s'est imposée dans les entreprises comme la plus rigoureuse. Le plus souvent, elle consiste, sur la base du business plan de l'entreprise, à actualiser les flux économiques à dette nulle<sup>4</sup> futurs au coût moyen pondéré du capital, ce coût représentant l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise. La valeur terminale est calculée en prenant généralement l'hypothèse qu'à l'issue de la projection, l'avantage compétitif de l'entreprise s'évanouit. Financièrement, cela se traduit par l'hypothèse d'une rentabilité économique égale au coût du capital. Malgré cette approche conservatrice qui découle de la loi des rendements décroissants, la valeur terminale représente le plus souvent 80% de la valeur totale de l'entreprise.

La méthode de l'EVA<sup>TM5</sup>, qui ne constitue qu'une variante de la technique précédente et qui, appliquée convenablement donne le même résultat, répond à logique identique : la valeur d'une entreprise est égale à la valeur de ses actifs en place, à laquelle il convient d'ajouter celle provenant de ses choix stratégiques futurs.

<sup>1</sup> Associé du cabinet Ernst & Young, en charge du Corporate Finance et du « Value Based Management ». Il enseigne également la finance d'entreprise à l'ESCP.

<sup>2</sup> Blur, the speed of change in the connected economy, S.Davis et C.Meyer, Addison Wesley, 1998 (traduit chez Village Mondial sous le titre « Le paradigme du flou »).

<sup>3</sup> Valuation : Measuring and managing the value of companies, T. Copeland, T.Koller, J.Murrin, McKinsey & Company, Wiley, 2de édition, 1994.

<sup>4</sup> Avant frais financiers

<sup>5</sup> The quest for value, B.Stewart, Harper Business, 1991.

Cette seconde partie dépend du taux d'investissement, de la rentabilité des nouveaux investissements, du coût du capital et de la durée de l'avantage compétitif pendant laquelle la rentabilité des investissements sera supérieure au coût du capital<sup>6</sup>.

Or, deux composantes essentielles de la valeur deviennent plus délicats à mesurer : la durée et l'ampleur de l'avantage compétitif.

### **La durée incertaine de l'avantage compétitif**

Dans une économie de l'information marquée par la vitesse, les intangibles et la connectivité, une chose curieuse arrive à la loi classique et « universelle » des rendements décroissants, fondement d'une très large partie de notre méthodologie d'évaluation actuelle: elle ne s'applique pas !<sup>7</sup> Les exemples de Microsoft ou Sun Microsystems le démontrent clairement.

Cette loi est mise à mal par l'apparition de réseaux et la multiplication de connections électroniques qui permettent une coordination simple et bon marché. De même, le coût de transport des intangibles qui constituent une part croissante des échanges est nul, et ne croît pas avec la taille. Si le coût de fabrication d'un logiciel est considérable à l'origine, sa reproduction et sa transmission ne coûtent pratiquement rien. Le défi d'une entreprise de haute technologie est donc de créer un standard en étendant le plus rapidement sa part de marché afin de bloquer les clients. Les partenaires qui offrent des produits ou services complémentaires contribuent à leur tour à renforcer le standard, et l'ensemble du réseau voit croître sa valeur.

La loi des rendements croissants risque de s'étendre rapidement à bien d'autres secteurs économiques que ceux liés à l'informatique. En effet, la part de l'intangible et des logiciels dans l'offre ne cesse d'augmenter. Avec la montée en puissance de la rapidité, de la connectivité et des intangibles, les besoins de standards vont se multiplier ... et rendre de plus en plus délicat le calcul des valeurs terminales.

### **Une position concurrentielle instable**

L'expression financière de l'avantage compétitif (différentiel entre la rentabilité économique et le coût du capital) est aussi profondément remise en cause dans ses deux composantes.

La fluidité accrue des marchés réels qui se manifeste, par exemple, par la fixation des prix en temps réels pour un nombre croissant de produits ou services, aura pour conséquence un renforcement du pouvoir des consommateurs, une fragilité des positions concurrentielles, et, au bout du compte, une instabilité des rentabilités économiques. Naturellement, cette situation ne sera pas sans conséquences sur la valeur des entreprises : la volatilité de l'avantage compétitif contribuera à accentuer les mouvements brutaux que nous voyons quelquefois dans les cours des entreprises<sup>8</sup> et le phénomène de la migration de la valeur<sup>9</sup>.

Le coût du capital, qui est généralement considéré comme fixe pendant la période de projection, est, lui aussi, fragilisé. Dans un monde où les innovations s'accroissent, l'utilisation des techniques classiques de quantification du risque sont moins convaincantes : le coefficient Bêta<sup>10</sup>, qui représente le risque systématique de l'actif, devrait être très faible au début de la vie d'un projet innovant (on voit mal pourquoi la volatilité de celui-ci serait partiellement liée à celle du marché), et se renforcer au fur et à mesure de son succès commercial.

En sens inverse, la montée progressive de la valeur de marché des fonds propres et la tendance des entreprises à limiter le recours à l'endettement pour des raisons de flexibilité stratégique<sup>11</sup>, diminue le levier financier des entreprises et réduit l'importance de la valeur actuelle des économies fiscales futures dans leur valeur de marché. L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital qui incorpore mécaniquement l'impact de ces économies en fonction d'un levier prédéterminé (une structure financière cible est généralement utilisée) est susceptible d'introduire des biais très importants dans l'analyse.

<sup>6</sup> Pour une présentation générale des méthodes d'évaluation d'entreprise voir : Evaluation d'entreprise : Principes et méthodes, J-F. Rérolle Revue Fiduciaire Comptable n°223, Novembre 1996.

<sup>7</sup> Increasing returns and the new world of business, Brian Arthur, Harvard Business Review, July-August 1996.

<sup>8</sup> cf. les variations importantes des cours de Netscape et Microsoft au fur et à mesure des rebondissements de leurs démêlés judiciaires et concurrentiels

<sup>9</sup> Value migration, Adrian Slywotzky, Harvard Business School Press, 1996.

<sup>10</sup> sans mentionner les difficultés méthodologiques et théoriques soulevées régulièrement par la recherche financière.

<sup>11</sup> Financement de l'entreprise et création de valeur, Jean-Florent Rérolle, Les Echos 3 avril 1998.

## Une économie immatérielle

La nouvelle économie ne se contente pas d'affaiblir nos techniques d'analyse traditionnelles. Elle affecte également les données utilisées pour nourrir nos modèles en introduisant l'immatérialité dans les échanges et les facteurs de production. La montée en puissance d'une économie de l'intangible bouleverse nos cadres de pensée classique.

Quels flux de liquidités faut-il prendre en compte lorsque à un échange simple (produit/service contre argent) se substitue un échange plus complexe qui voit, de part et d'autre, des flux matériels, mais aussi des échanges émotionnels et informationnels. La puissance émotionnelle des marques est un facteur de création de valeur déterminant (cf. Harley-Davidson, Adidas, Coca Cola, etc...), et la publicité n'est pas seule en cause. Les moyens de transmission de l'émotion sont de plus en plus variés comme le montrent les nombreux modèles de développement sur Internet qui cherchent à créer de véritables communautés (cf. Amazon.com, les forums de discussions, etc...). Comment valoriser ces échanges où des entreprises donnent leur produits pour créer un standard (cf. les navigateurs ou les moteurs de recherche sur le Web), ou paient leurs clients pour obtenir des informations critiques sur leurs besoins ?

Au-delà des produits et services échangés, les entreprises tendent à organiser leur production différemment. Une nouvelle logique économique est en train de prendre forme. Elle privilégie les stratégies relationnelles entre les acteurs économiques dont les conséquences sont plus difficiles à quantifier que les stratégies concurrentielles classiques. Comment appréhender les alliances ponctuelles (quelquefois entre deux concurrents) nouées à partir d'une opportunité souvent fugace ? Comment prendre en compte dans la valeur de Sun Microsystems, sa décision de créer, conjointement avec huit autres partenaires, un fonds de capital risque de 100 millions de dollars destiné à financer des start-up qui travaillent sur des logiciels liés au langage de programmation Java ? Par cette décision, Sun cherche à étendre son standard et laisse au marché le soin de décider de l'évolution d'une partie de son offre. D'une manière générale, il importe d'intégrer dans une réflexion sur la création de valeur la qualité du « business web<sup>12</sup> » créé par l'entreprise.

## Un capital intangible

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 de la valeur. Les règles comptables n'intègrent pas les nouvelles formes de capital dont dépend aujourd'hui la prospérité des entreprises comme le montre la hausse constante du ratio  $q$  de Tobin<sup>13</sup> sur toutes les places du monde. C'est ainsi que la capitalisation boursière de Microsoft est égale à près de 18 fois sa situation nette. Une part essentielle de valeur de l'entreprise de Bill Gates n'apparaît pas dans ses comptes, elle est ailleurs : elle est dans le capital intellectuel et humain de la société et le potentiel de croissance que lui assure sa part de marché.

Une étude récente<sup>14</sup> a montré que pour les entreprises françaises, les biens intangibles sont valorisés à quatre fois leur valeur comptable pour les trois dernières années, et que la croissance du  $q$  de Tobin ne peut être considérée comme un phénomène spéculatif, mais doit être analysée comme la capacité du marché à dépasser des conventions comptables datées. De fait, les entreprises performantes savent que les actifs tangibles ont tendance à devenir des « passifs » dans une nouvelle économie qui exige souplesse et mobilité : c'est ce qui explique les bases sur lesquelles s'est construit le développement de groupe comme Sidel (recours massif à la sous-traitance pour la production des équipements), ou encore les opérations d'externalisation (informatique ou immobilier).

La montée de l'immatériel rend donc très délicate toute projection de flux de liquidités futurs surtout lorsqu'on veut bien se rappeler la sensibilité du résultat économique des entreprises à une variation des principaux paramètres d'exploitation<sup>15</sup>. Certes, la méthode des flux de liquidités actualisés a toujours été plus adaptée à des entreprises industrielles et mûres qu'à des entreprises de services en démarrage. Cependant, les limites de cette

<sup>12</sup> The death of competition, James Moore, Fortune, 15 avril 1996.

<sup>13</sup> Rapport de la valeur de marché d'une entreprise sur la valeur de son capital.

<sup>14</sup> P. Artus, F. Hubert, N. Verlé, Caisse des Dépôts et Consignations, n°98-20 du 17 juillet 1998.

<sup>15</sup> Sur la base d'un échantillon de plus de 2000 entreprises américaine, une amélioration de 1% du prix moyen conduit à une augmentation de 11,1% du résultat d'exploitation alors qu'une diminution de 1% des coûts fixes n'a qu'un impact de 2,3% sur ce même résultat (voir : Managing Price, Gaining Profit, M. Marn et Rosiello, Harvard Business Review, september-october 1992).

méthode ainsi que celles qui répondent à la même logique (EVA™ en particulier) s'élargissent dans le cadre de l'économie connectée.

#### LE NOUVEAU PARADIGME DE LA CREATION DE VALEUR

De nouvelles approches restent donc à imaginer si l'on veut réduire l'incertitude analytique qui affecte aujourd'hui la notion de valeur. Compte tenu de l'importance des transformations à l'oeuvre, il est douteux que l'on parvienne rapidement à des approches structurées et incontestables. En attendant, les entreprises devront s'adapter à ce nouvel environnement, d'abord en recherchant une meilleure osmose entre le marché réel et le marché financier, et, ensuite, en privilégiant le nouveau processus clé de la création de valeur : l'exécution stratégique.

A défaut de pouvoir mesurer précisément et de manière interne la valeur créée par l'entreprise, le management dispose d'une source externe qui est capable de traiter en temps réel cette problématique malgré toute la complexité qu'elle recèle : le marché financier.

La recherche d'une meilleure osmose entre marché réel et marché financier est indispensable car, ce dernier offre non seulement le meilleur indicateur de la performance de l'entreprise, mais il constitue aussi un guide irremplaçable pour le management.

#### **Le cours comme signe du succès et guide de l'action**

L'hypothèse d'efficience des marchés permet de soutenir l'affirmation selon laquelle le cours de bourse est un indicateur essentiel de la qualité de la gestion à long terme de l'entreprise.

Cette hypothèse est l'une des plus testées de la science financière, et il existe à présent un consensus sur le fait que les marchés sont « semi-efficents », c'est-à-dire que les cours reflètent intégralement et immédiatement les informations diffusées au public.

Certes, il existe un certain nombre d'anomalies, mais, à moyen et long terme, la valeur boursière d'une entreprise est bien la somme actualisée des cash flows anticipés par le marché. Tout décalage vient d'un écart de perception que l'on peut combler par une meilleure communication, ou d'un manque de réalisme des managers quant à la situation réelle de leur entreprise. Il est de la responsabilité du management de diffuser des informations pertinentes et d'être suffisamment transparent dans ses opérations pour que les anticipations du marché soient correctes, et qu'ainsi, le cours soit un indicateur de gestion utile et incontestable.

L'efficience des marchés conduit donc naturellement à retenir le cours, et surtout la part de marché financière, comme mesure essentielle de la position concurrentielle actuelle et future de l'entreprise. Si l'on reconnaît le marché comme l'arbitre suprême, il est dès lors indispensable de mieux comprendre les attentes des investisseurs afin de mieux les satisfaire.

Le premier niveau de compréhension consiste à identifier quel est le retour anticipé par l'investisseur. Il ne s'agit pas ici du coût du capital, mais de la rentabilité économique future implicitement contenue dans le cours de l'entreprise. Investir à une rentabilité supérieure au coût du capital et s'attacher à ce que le différentiel soit positif et croissant<sup>16</sup>, n'est pas suffisant pour créer de la valeur actionnariale. En effet, le cours d'une entreprise intègre la rentabilité estimée de l'ensemble des investissements futurs. S'il apparaît que ces investissements (bien qu'ayant une VAN positive) généreront une rentabilité inférieure à celle qui était préalablement anticipée, le cours baissera inévitablement.

Il est donc critique pour un management de comprendre, compte tenu du coût du capital et de la valeur de l'entreprise, quelles sont la rentabilité économique et la durée de l'avantage compétitif anticipés par les actionnaires afin de prendre éventuellement les mesures correctrices qui s'imposent (soit une altération des signaux adressés au marché, soit une modification de la stratégie).

---

<sup>16</sup> prescription classique dans les démarches de type EVA.

Mais il est nécessaire d'aller plus loin dans la compréhension des motivations des investisseurs. Ceux-ci examinent bien entendu les résultats financiers de l'entreprise, mais pour mesurer la capacité de cette dernière à créer des avantages compétitifs à long terme, ils doivent aussi analyser les indicateurs non financiers.

L'examen de ce type d'indicateur par le marché est cohérent avec les pratiques des entreprises qui constatent elles-mêmes, de plus en plus, que le recours à des mesures uniquement financières ne peut les aider à mettre en oeuvre leur stratégie. Comme le dit le professeur de finance américain Baruch Lev, soutenir que seuls les actifs tangibles peuvent être évalués, tandis que les actifs intangibles ne le pourraient pas, c'est soutenir que seules les « choses » peuvent être valorisées et non les « idées ».

Parmi les indicateurs non financiers, quels sont ceux privilégiés par les investisseurs ? Une étude conduite récemment par Ernst & Young<sup>17</sup> aux Etats-Unis a montré que les plus déterminants concernent l'exécution de la stratégie (l'entreprise est-elle capable d'appliquer sa stratégie, quelle qu'elle soit ?), la crédibilité du management, 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'alignement des rémunérations sur la création de valeur, la qualité des principaux processus de l'entreprise.

Il est même possible d'aller plus loin dans la compréhension d'une communauté d'actionnaires. L'étude précitée d'Ernst & Young a permis de mettre au point, grâce à des techniques statistiques élaborées, une méthodologie pour réaliser une véritable analyse de marché afin d'identifier les attentes d'investisseurs à l'égard d'une entreprise et les comparer avec celles qu'ils ont à l'égard de ses principaux concurrents. Il ne viendrait à l'idée de personne de lancer un produit sans effectuer une étude de marché. Pourquoi faudrait-il agir différemment sur le marché financier ?

Mais au-delà d'une recherche permanente d'une meilleure osmose entre marché réel et marché financier, l'entreprise doit exceller dans l'exécution stratégique qui, on l'a vu, constitue le processus clé de la création de valeur.

En effet, dans la nouvelle économie connectée, de nouveaux modèles d'organisation deviennent indispensables. Ils privilégieront l'adaptabilité, l'innovation, la flexibilité, l'expérimentation et la perméabilité des frontières pour mieux se fondre dans un environnement qui présente des caractéristiques similaires<sup>18</sup>. La véritable efficacité résultera de la capacité des managers à créer des organisations au bord du chaos, et à résister à la centralisation pour rejeter le pouvoir de décision vers la périphérie, là où l'action est entreprise. Cette situation posera de redoutables problèmes de cohérence stratégique si un but clair n'est pas assigné aux multiples centres de décision. La discipline de valeur constitue la boussole indispensable de ces entreprises.

Rendue largement illusoire par les bouleversements économiques et technologiques incessants, la planification traditionnelle devient secondaire par rapport à l'exécution stratégique. La création de valeur dans une économie connectée exige d'introduire la dimension financière dans l'analyse stratégique, de rechercher la flexibilité organisationnelle et stratégique et de préférer la direction à la précision.

### **Introduire la dimension financière dans l'analyse stratégique**

L'introduction systématique de la dimension financière dans le processus décisionnel permet non seulement de mieux comprendre ou se crée et ou se détruit la valeur, mais aussi de mieux anticiper les risques opérationnels.

Dans le cadre de la discipline de la valeur, l'évaluation doit retrouver son véritable rôle : celui d'outil d'aide à la décision. Il s'agit moins de savoir quelle est la valeur que de s'attacher à comprendre sa formation. De ce point de vue, la méthode des flux de liquidités s'avère trop globale pour prendre en compte la complexité de l'environnement économique. Une voie d'amélioration consiste à utiliser la technique de la « valeur actuelle nette ajustée »<sup>19</sup> qui tire parti de la propriété additive des valeurs en segmentant les opérations, puis en les évaluant séparément. Cette approche est par exemple bien adaptée au calcul de l'impact du levier financier sur la valeur : après avoir calculé la valeur de l'entreprise à dette nulle (en actualisant les cash flows d'exploitation au coût des fonds propres *hors dette*), la valeur du levier est estimée séparément en actualisant les économies fiscales prévisionnelles au coût de la dette avant impôts. Tout élément spécifique contribuant à la création de valeur peut ainsi faire l'objet d'une analyse propre toujours éclairante pour les opérationnels.

<sup>17</sup> Measures that matter, Ernst & Young LLP, 1997.

<sup>18</sup> Blur, the speed of change in the connected economy, S.Davis et C.Meyer, Addison Wesley, 1998.

<sup>19</sup> What is worth ? A general manager's guide to valuation, T. Luehrman, Harvard Business Review, May-june 1997.

Une deuxième approche consiste à mieux anticiper les risques opérationnels en recourant plus systématiquement à la construction de scénarios alternatifs. Cependant, le praticien ne peut analyser qu'un nombre limité de combinaisons de variables. L'utilisation de modèles de simulations probabilistes (modèles dits de Monte Carlo) systématise l'approche des scénarios. Elle permet de prendre en considération toutes les combinaisons possibles, l'objectif étant de définir la distribution de probabilités des cash-flows du projet. Ce type de modélisation permet au décisionnaire, financier ou non financier, de prendre toute la mesure des risques opérationnels, et agir en conséquence.

Enfin, l'une des voies les plus prometteuses dans la compréhension des mécanismes de la création de valeur est celle offerte par la théorie des options appliquée aux décisions d'investissement. Indépendamment de ce qui a été dit plus haut, l'approche par les cash-flows actualisés présente des défauts importants.

Tout d'abord, elle exige de recourir à un taux d'actualisation dont on connaît la difficulté de calcul. Ensuite, elle ne prend pas pleinement en compte les cash-flows qui dépendent d'événements futurs. Par exemple, la rentabilité d'un projet de R&D dépend du succès de la recherche, et des conditions de marché qui prévaudront le jour où ce projet sera commercialisable. Enfin et surtout, cette méthode n'intègre pas la flexibilité de la gestion. Elle évalue les projets de développement ou les entreprises comme s'il s'agissait d'instruments obligataires. En réalité, tous les projets d'investissement retracés explicitement ou implicitement dans le business plan subiront des modifications : un projet sera abandonné, différé, étendu ou contracté pour s'adapter aux nouvelles conditions du marché. Cette flexibilité a une valeur qui est ignorée par la méthode des cash flows, alors même qu'il s'agit d'une vertu essentielle dans la nouvelle économie.

L'utilisation des approches optionnelles<sup>20</sup> consiste alors à reconnaître que la valeur d'une entreprise a deux composantes : d'une part, la valeur des projets qu'elle a d'ores et déjà lancé, et d'autre part, la valeur des options qu'elle détient (par exemple un brevet qui donne à l'entreprise le droit d'exploiter un marché ultérieurement).

### Rechercher la flexibilité opérationnelle et stratégique

Si la théorie des options présente encore quelques difficultés pratiques d'application, elle est fondamentale pour identifier les stratégies créatrices de valeur. Comme pour une option financière, les déterminants de la valeur d'une option réelle sont : la valeur actuelle des cash flows espérés si l'option est exercée (actif sous-jacent), la valeur de l'investissement à consentir dans le futur (prix d'exercice), l'incertitude des cash flows espérés (volatilité), le coût de l'attente (dividendes payés pendant la période de détention de l'option), la durée de l'opportunité d'investissement (la durée d'existence de l'option).

Pour augmenter la composante optionnelle de la valeur de l'entreprise, le management doit examiner, puis prendre des décisions stratégiques ou opérationnelles qui affectent positivement ces déterminants. Le tableau ci-dessous<sup>21</sup> recense quelques stratégies qui concourent à cet objectif.

Determinants of value of financial options	Current Value of underlying asset	Strike price of the option	Variance of underlying asset	Dividend paid on the underlying asset	Time to expiration on the option	Riskless interest rate (duration of the option)
Determinants of value of real options	Present value of expected cash inflows	Present value of expected outflows	Uncertainty of expected cash outflows	Value lost by waiting to exercise	Investment opportunity duration	Riskless interest rate
Management of real options	Increase	Reduce	Increase	Reduce	Increase	Not manageable
Examples of associated blurred strategies	Create Business webs with low-cost suppliers	Invest in intellectual capital, not on tangible assets	Accelerate innovation and R&D	Lock-up critical resources	Create Business webs with customers	
	Create standards and platforms	Design assets to be easily reconfigured	Let the market manage offer	Develop structural capital	Maintain technology lead	
	Increase Marketing expenses	Leverage economies of scale	Organize for instability and adaptability	Lock-up customer base	Lock-up distribution channels	

<sup>20</sup>Real Options, Managerial flexibility and strategy in resource allocation, L. Trigeorgis, MIT Press, 1996.

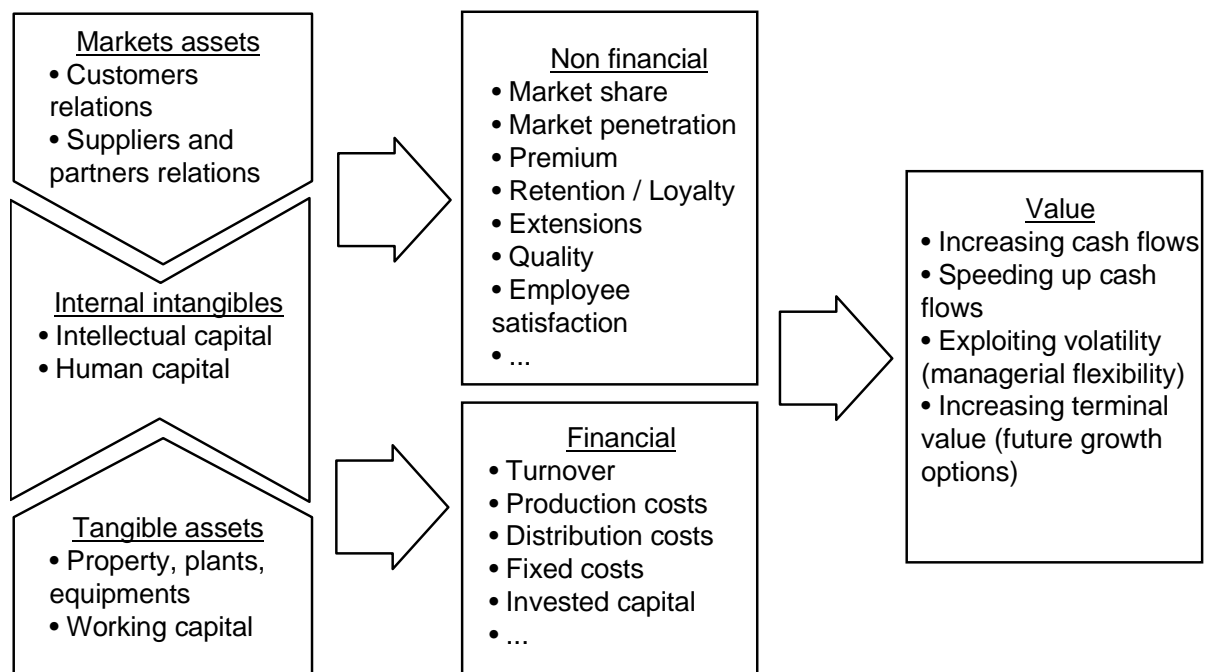
<sup>21</sup> Measuring value in the connected economy, J-F Rérolle, Prométhée, Londres, 24 juin 1998.

Une grande partie de ces stratégies repose sur la capacité des entreprises à nouer des alliances structurelles ou circonstancielles avec ses partenaires, et à investir massivement dans les actifs intangibles.

### Privilégier la direction à suivre

La nouvelle économie n'a pas modifié les mécanismes fondamentaux de la création de valeur. Les principes d'action sont partiellement inchangés : il s'agit d'augmenter les flux de liquidités futurs, d'accélérer leur perception, de maximiser la valeur terminale. Seule modification nécessaire, la diminution du niveau de risque (baisse du coût du capital) voit son importance réduite au profit d'une nouvelle prescription : maîtriser ou tirer parti du risque dans lequel l'entreprise évolue nécessairement.

Mais la complexité de l'environnement exige que la création de valeur puisse être suivie non plus seulement par des mesures financières, mais aussi par des indicateurs non financiers, reconnaissant par là l'importance des actifs intangibles dans la valeur de nos entreprises comme l'illustre le tableau ci-dessous<sup>22</sup>.



La gestion de la valeur consiste encore trop souvent à mettre en place un ou plusieurs indicateurs financiers autour desquels une mobilisation est organisée, sans s'attacher à comprendre les facteurs stratégiques, organisationnels et humains qui permettront à l'entreprise de créer de la valeur à long terme. C'est au contraire sur ces facteurs qu'il faut se concentrer après avoir compris leurs liens avec la valeur actionnariale.

L'une des techniques les plus efficaces pour identifier ces facteurs est la construction de tableaux de bord de la valeur pour chaque entité stratégique de l'entreprise. S'inscrivant dans une démarche résolument participative<sup>23</sup>, elle consiste à créer au sein d'une équipe de direction un consensus autour des objectifs stratégiques et des avantages compétitifs nécessaires au succès. Les principaux leviers d'action dans une perspective actionnaire / client / processus / ressources humaines, et leurs interactions sont ensuite identifiés dans le cadre de la création de valeur. Quelques indicateurs pertinents sont enfin définis sur les quatre axes précités. Ces tableaux de bord peuvent être ensuite déclinés à tous les niveaux de l'unité stratégique.

Trois remarques essentielles doivent être faites sur cette approche très répandue aux Etats Unis et qui commence à faire son apparition en France. Il s'agit tout d'abord d'un outil de consensus remarquable qui permet de

<sup>22</sup> Ibid.

<sup>23</sup> The balanced scorecard, R.Kaplan et D.Norton, Harvard Business School Press, 1996.

focaliser des managers sur les priorités stratégiques de leur entreprise. Le processus de construction est donc aussi fondamental que le résultat. Ensuite, la précision des données est moins importante que la direction qu'elles indiquent. Ces tableaux permettent avant tout de surveiller que la tendance est bonne et que les actions retenues ont été effectivement appliquées. Enfin, ils permettent d'asseoir des systèmes de rémunération basés sur la valeur beaucoup plus réalistes que ceux qui se concentrent sur des indicateurs purement financiers.

## CONCLUSION

La prééminence des marchés financiers est une tendance de fond que les entreprises ne doivent pas sous-estimer. D'abord, la faillite annoncée de nos systèmes de retraite conduira inéluctablement à une situation similaire à celle que les Etats-Unis connaissent avec leurs fonds de pension. Ensuite, l'Euro et la globalisation des marchés rendront les comparaisons entre firmes européennes beaucoup plus faciles, ce qui accentuera l'intensité de leur lutte pour l'accès aux ressources financières : les plus médiocres verront leur situation se dégrader inévitablement. Enfin, le développement des marchés financiers bénéficiera de la difficulté accrue d'attirer les talents si l'on est pas capable de les rémunérer par des actions ou des stock options.

Tous ces facteurs augmenteront la légitimité des marchés et permettront de mettre en avant, soit le cours de bourse, soit le taux de rendement pour l'actionnaire, soit encore la part de marché financier de l'entreprise comme indicateurs avancés de sa future position concurrentielle. Compte tenu de l'affaiblissement des techniques et outils classiques utilisées pour mesurer la valeur, l'importance des données de marché ira croissante.

Cette logique de marché ne devrait pas avoir trop de difficulté à s'imposer lorsque l'on observe que, progressivement, le fonctionnement des marchés réels se rapproche de celui des marchés financiers en particulier dans les domaines de la fixation des prix, de la qualité, de la quantité et de la rapidité des échanges d'informations entre consommateurs et entreprises.

Face à un environnement de moins en moins maîtrisable, les entreprises n'auront d'autre choix que d'expérimenter et renouveler sans cesse leurs relations à la fois avec leurs clients et leurs actionnaires pour mieux les satisfaire. C'est à cette adaptation, à la fois conceptuelle, culturelle et organisationnelle qu'invite la Discipline de la Valeur<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Expression utilisée par Ernst & Young pour décrire le « Value Based Management » (voir Les Echos du 24 avril 1998 et le supplément de mars 1998 de Business Digest)