

DE L'INCERTITUDE DE LA VALEUR A LA VALEUR DE L'INCERTITUDE

Jean-Florent Rérolle¹

Le marché financier est-il devenu fou ? Un nombre croissant d'observateurs commence à mettre en doute sa capacité à analyser correctement les informations disponibles. Comment peut-on justifier rationnellement les niveaux de valorisation actuels de certains groupes pourtant déficitaires ? Pour ne prendre qu'un seul exemple, comment expliquer que la valeur de marché d'AOL (America On Line) ait dépassé celle d'American Express en décembre 1998 pour atteindre 50 milliards de dollars, soit un PER² de 300 ?

Nous nous trouvons donc dans une situation pour le moins inconfortable : d'un côté la création de valeur semble être plus que jamais le premier impératif de l'entreprise, et, de l'autre, ses mécanismes paraissent échapper chaque jour davantage à une rationalité économique compréhensible. Insensibles à cette difficulté, les entreprises qui se préoccupent de la création de valeur continuent d'utiliser des techniques ou des grilles de lectures classiques, malgré leurs limites ou leur impuissance manifeste à rendre compte d'une réalité complexe et changeante

De nouvelles approches restent donc à imaginer si l'on veut travailler efficacement sur la base de la création de valeur. Compte tenu de l'importance des transformations à l'oeuvre, il est peu vraisemblable que l'on parvienne rapidement à des approches structurées et incontestables. Cependant, il est d'ores et déjà possible de dessiner les contours du nouveau monde de la création de valeur vers lequel nous nous dirigeons à marche forcée.

L'incantation de la valeur

Depuis quelques années, sous la pression croissante d'investisseurs internationaux actifs et professionnels, les entreprises européennes manifestent un intérêt incontestable pour la création de valeur. Le premier type d'attitude, minimaliste, consiste à mettre en place des indicateurs de création de valeur (Profit économique, EVATM, VEC, ROCE ...)³, et à s'en servir comme vecteur de communication à l'intention des investisseurs. La seconde réaction, plus volontaire, déploie autour de ces indicateurs, des systèmes et des procédures souvent 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. Ces deux approches nous semblent très largement inadaptées à l'évolution de l'économie moderne.

Mettre en place des capteurs ne permet pas en soi de créer de la valeur. Les indicateurs habituellement utilisés n'ont bien souvent qu'une nature historique et comptable. En outre, la corrélation entre l'évolution de ces indicateurs à court terme et celle de la valeur boursière des entreprises n'a jamais pu être démontré de manière satisfaisante et unanime. Intégrés dans le cadre d'une communication financière elle-même très classique, ces indicateurs sont loin de répondre aux besoins des investisseurs. L'information diffusée reste historique, épisodique, comptable et banalisée, alors que l'actionnaire cherche à anticiper de manière permanente l'avenir de son investissement en fonction de données économiques et stratégiques, et, si possible, d'analyses confidentielles.

L'autre approche, plus activiste, vise à inciter les gestionnaires à diminuer autant que faire se peut l'actif économique qui leur est confié. Les mots d'ordre sont : diminution du besoin en fonds de roulement, désinvestissement des opérations insuffisamment rentables, optimisation des investissements en place et investissement dans des actifs ayant une rentabilité supérieure au coût des ressources. Reposant sur des mesures

¹ 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.

² Le PER est le rapport entre le cours et le bénéfice par action

³ 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 après impôts rapporté à l'actif économique d'ouverture.

de performance à court terme et de nature comptable, et accompagnés généralement de fortes incitations salariales, ces systèmes peuvent malheureusement conduire les managers à sous-investir.

Car ces deux approches oublient un point essentiel : la valeur d'une entreprise repose sur la conviction des investisseurs que son management est capable à long terme de créer des avantages compétitifs. La valeur d'une entreprise peut se décomposer en deux parties. D'une part, la valeur des actifs en place qui résulte de sa capacité à dégager une certaine rentabilité dans le futur. D'autre part, la valeur des opportunités de croissance qui découle des flux de liquidités que généreront ses futurs investissements. 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 capital⁴.

Cette notion d'avantage compétitif est essentielle : l'entreprise ne peut créer de la valeur que si elle parvient à construire, maintenir et développer des avantages compétitifs. Cette notion, largement développée par les stratèges, trouve son écho financier dans le concept de rente qui se définit comme la capacité d'une entreprise à générer une rentabilité supérieure à celle d'un point de référence⁵. Ce principe de base n'est pas près de changer. Cependant, la nouvelle ère économique dans laquelle nous sommes entrés est en train de modifier très profondément les conditions de son application.

Une mutation complète de l'environnement économique

La volatilité financière que l'on observe actuellement n'est que le miroir de l'instabilité croissante des avantages compétitifs. Il n'est pas plus difficile qu'autrefois de les construire. Au contraire, les conditions économiques et techniques actuelles rendent cette perspective plus aisée notamment pour les industries liées aux communication, à l'information et aux services. Ce qui est plus complexe, c'est de les maintenir malgré la fluidité croissante des positions concurrentielles, car deux évolutions se conjuguent pour rendre l'avantage compétitif fondamentalement instable : la montée en puissance d'une économie de l'intangible et l'apparition d'une loi des rendements croissants.

Nous vivons dans une économie de l'intangible, et celle-ci s'exprime de plusieurs manières :

- l'interpénétration des produits et des services donne naissance à une offre plus complexe qui est difficilement mesurable suivant des critères conventionnels car ils intègrent une part croissante d'informations et d'émotions⁶. La nécessité d'établir une position forte sur son marché provoque des comportements totalement nouveaux : lorsque Computer Associates International a introduit en 1993 son nouveau programme comptable, Simple Money, le premier million de copies a été offert. Pour rétablir sa part de marché, Netscape n'a pas hésité à donner son navigateur aux utilisateurs d'Internet.
- la mise en place de réseaux d'affaires (« *business web* ») brouille chaque jour davantage les rapports classiques qui existaient entre partenaires ou concurrents. Il n'est plus rare de voir deux entreprises concurrentes s'allier pour profiter d'une opportunité ou encore une entreprise aider ses fournisseurs ou des fabricants de produits complémentaires à se développer. C'est ainsi que IBM et Apple ont créé ensemble le Power PC, que Sun Microsystems a lancé un fond de capital risque de 100 millions de dollars pour aider les *start-ups* qui se spécialisent dans les produits complémentaires à Java, ou encore qu'Intel a pris des participations dans 125 jeunes entreprises de la Silicon Valley.
- enfin, la part du capital intangible dans l'actif économique des entreprises s'accroît sans cesse rendant plus délicate et incertaine la mesure de la rentabilité des investissements. La valeur de marché des entreprises (industrielle ou de service) peut être 10 ou 15 fois plus élevée que celle des actifs tangibles inscrits dans les comptes. La véritable valeur de l'entreprise de Bill Gates n'apparaît pas dans sa comptabilité, elle est ailleurs : elle est dans le capital intangible de sa société.

L'apparition d'une loi des rendements croissants constitue la seconde transformation profonde des conditions concurrentielles. Dans son livre⁷, l'économiste B. Arthur observe que, dans une économie de l'information marquée par la vitesse, les intangibles et la connectivité, une chose curieuse arrive à la loi classique et

⁴ 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.

⁵ Ce point de référence peut être intrinsèque (coût du capital de l'entreprise) ou analogique (par rapport aux autres entreprises du secteur)

⁶ Blur, the speed of change in the connected economy, S.Davis et C.Meyer, Addison Wesley, 1998.

⁷ Increasing returns and path dependence in the economy, University of Michigan Press, 1994

« universelle » des rendements décroissants : elle ne s'applique pas ! 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. 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. On peut penser que cette loi des rendements croissants va s'étendre à bien d'autres secteurs économiques que ceux reliés directement à l'informatique.

L'apparition de standards et de rendements croissants ne sont pas pour autant une assurance de stabilité des positions concurrentielles ou de la valeur. On observe au contraire un phénomène de déplacement rapide de la valeur entre les entreprises d'un même secteur ou entre secteurs. Ce phénomène traduit lui même la volatilité des positions concurrentielles. Même pour les entreprises qui parviennent à créer de la valeur et à s'imposer comme leaders, les moyens financiers, commerciaux ou intellectuels des concurrents peuvent transformer rapidement la situation. N'oublions pas que la rapidité est l'une des caractéristiques majeures de la nouvelle économie. Que l'on songe aux épreuves récentes que connaît Microsoft que l'on croyait pourtant invincible !

Des méthodes classiques insuffisantes

La pertinence des approches classiques d'évaluation d'entreprise ou des mesures de performance est donc sérieusement mis en cause :

- comment apprécier la valeur à long terme de l'entreprise⁸ lorsque l'on est confronté à des rendements croissants, des avantages compétitifs éphémères, mais capables de se renouveler sans cesse ?
- comment prendre en compte les risques opérationnels sur des marchés nouveaux qui, par définition, ne présentent qu'un faible risque systématique ? comment intégrer le risque partagé d'un réseau d'entreprise ?
- comment doit être traitée la structure financière sachant que la valeur des fonds propres (et leur croissance) a tendance à être beaucoup plus importante que celle de la dette, limitant par là même la valeur des économies fiscales contenue implicitement dans le coût des ressources tel qu'on le calcule généralement ?
- quels niveaux de prix et de rentabilité faut-il intégrer dans l'analyse compte tenu des nouveaux impératifs commerciaux : produits gratuits pour bloquer une clientèle, progrès techniques incorporés sans contrepartie dans les nouveaux produits, tendance généralisée à la baisse des prix ...
- comment prendre en compte la valeur des relations nouées avec les fournisseurs, les concurrents, les clients, les salariés, les prescripteurs ?
- comment mesurer la valeur du portefeuille d'options de l'entreprise, et s'assurer qu'elle sera en mesure, le jour venu de les exercer pour le plus grand profit de ses actionnaires ?

On voit que, d'une manière générale, la question essentielle est celle de la mesure et de la gestion des actifs immatériels. Une étude récente⁹ 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 groupes comme Sidel (recours massif à la sous-traitance pour la production des équipements), ou encore les opérations d'externalisation (informatique ou immobilier).

Ces difficultés d'évaluation s'étendent à la mesure des performances. Si l'on accepte que la vocation de l'entreprise est de créer de la valeur, il faut que le système de contrôle de gestion et de rémunération soit fondé sur des indicateurs suffisamment corrélés avec la valeur de marché afin qu'ils soient effectivement approuvés et utilisés par les opérationnels.

De ce point de vue, les méthodes fondées sur la valeur comptable des actifs ne peuvent que fausser les jugements des managers qui les utilisent. L'EVATM qui stipule que les actifs engagés (retraités) doivent générer au minimum le coût du capital est très incitatif pour les entreprises mûres et industrielles qui présente un goodwill négatif. La mesure est pernicieuse pour toutes celles qui doivent développer leurs actifs immatériels (dont certains ne peuvent pas faire l'objet d'une activation extra-comptable), et dont la valeur dépend avant tout de leurs performances à long terme et de la flexibilité de l'entreprise et de ses dirigeants.

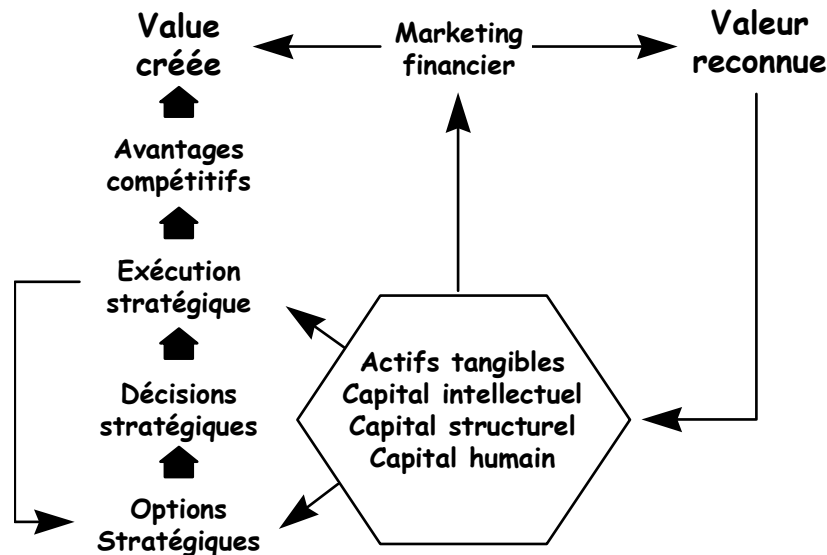
Un nouveau cadre de réflexion

⁸ c'est tout le problème du calcul de la valeur terminale dans une évaluation

⁹ P.Artus, F. Hubert, N. Verlé, Caisse des Dépôts et Consignations, n°98-20 du 17 juillet 1998.

Il devient donc urgent de définir un nouveau cadre de pensée pour nous guider dans cette nouvelle logique économique, car celle-ci a un impact direct sur la capacité des entreprises à créer de la valeur. Ce n'est qu'en ayant une vision claire des éléments critiques du système que les entreprises pourront imaginer les modifications organisationnelles ou politiques nécessaires.

Les éléments clés d'un tel système sont présentés dans le schéma ci-dessous.



Trois points sont essentiels dans cette vision renouvelée.

1. Le premier concerne le mode de création de la valeur. La valeur provient toujours de l'existence d'un avantage compétitif, mais celui-ci ne peut plus être défini aussi strictement qu'auparavant. Dans un monde qui subit un mouvement de transformation rapide, profond et incessant, l'entreprise doit sans cesse se repositionner. Elle ne peut plus développer un produit, le faire accepter par ses premiers clients, puis l'étendre à d'autres marchés et « traire » son segment stratégique. Sa survie et son développement passent par la mobilité et l'innovation. La nature même de la stratégie se transforme. Comment peut-on continuer à prétendre positionner l'entreprise dans son environnement alors même que les frontières de l'entreprise s'évanouissent progressivement. Dans beaucoup de secteurs, la définition même d'une stratégie devient totalement théorique car le sort des entreprises dépend davantage de l'avenir du réseau dont elles font partie que d'elles mêmes. La décision stratégique se fait plus tactique, plus court terme. Ce qui compte c'est l'excellence dans l'exécution stratégique, la mobilité et la mobilisation de l'organisation. Parallèlement, ces entreprises tournées vers l'action doivent anticiper l'avenir en construisant des portefeuilles d'options. Dans l'économie connectée, la valeur des opportunités de croissance tend à devenir un élément essentiel d'appréciation de l'entreprise. Plus elle s'achète ou se construit des options (programmes de recherche, investissements limités pour rester dans la compétition ou juste, comme au poker, « pour voir », expérimentations ...), plus elle est flexible pour l'avenir, et plus elle est valorisée par ses actionnaires.
2. Le deuxième point porte sur la nature des actifs mis en place. Créer de la valeur, cela consiste toujours à effectuer des choix d'investissement, et à s'assurer que la rentabilité dégagée reste suffisante compte tenu des risques encourus. Mais à l'ère de l'économie connectée, l'entreprise doit réviser radicalement sa conception des actifs engagés. Les actifs tangibles sont trop statiques pour constituer un véritable atout dans un environnement qui valorise la flexibilité. Ce sont les actifs intangibles qui doivent être privilégiés. Ce sont eux qui permettent à l'entreprise d'exécuter ses stratégies. Le capital structurel intègre toutes les relations que l'entreprise a su tisser avec ses clients (poids de la marque, « customer connections ») mais aussi avec ses partenaires (fournisseurs, alliés ...), aujourd'hui, lorsque l'on parle de fonds de commerce, il ne s'agit plus seulement des clients. La valeur d'une entreprise repose sur la qualité des alliances qu'elle aura su tisser ou que son positionnement stratégique ou technique lui permettra de nouer dans l'avenir. Enfin, il n'est pas besoin d'insister sur l'importance du capital intellectuel et humain pour l'entreprise. La performance des entreprises qui ont su mettre en place de vrais systèmes de gestion de ces actifs est là pour témoigner de son

caractère fondamental dans la nouvelle économie (cf. l'exemple fameux de Skandia , compagnie d'assurance suédoise pionnière dans ce domaine)

3. Enfin, le troisième porte sur les liens qui existent entre le marché réel et le marché financier. Si la valeur reconnue est insuffisante, l'entreprise risque de ne plus pouvoir financer son développement : non seulement elle ne pourra pas procéder aux acquisitions qui lui permettraient de croître plus rapidement, mais en outre, elle risque d'entacher sa réputation, et par voie de conséquence de ne plus pouvoir attirer le meilleur capital humain disponible (n'oublions pas que les talents peuvent se rémunérer plus facilement par des stock-options que par des salaires). A l'inverse, une valeur reconnue très supérieure à la valeur créée risque d'imposer une tension managériale aussi vaine qu'insupportable. Le rôle du management est donc de rapprocher ces deux valeurs en mettant en place un véritable marketing du titre.

Dans ce cadre, chaque entreprise doit naturellement trouver quelle est la meilleure organisation à adopter pour lui permettre d'opérer une mutation permanente. Dans cette recherche, une direction générale doit travailler dans deux directions :

- vers le marché financier, en imaginant et conduisant un marketing du titre pertinent
- vers le marché réel, en mettant en place les conditions d'une exécution stratégique efficace

la marketing actionnarial

La prééminence des marchés financiers est une tendance de fond que les entreprises ne doivent pas sous-estimer. Cette révolution fait insensiblement passer les chefs d'entreprises et leurs directeurs financiers du statut d'acheteurs de ressources à celui de vendeurs de titres. Pour être compétitive à long terme, l'entreprise doit exceller sur son marché « réel », mais aussi sur son marché « financier ». Sur ces deux marchés, la compétition est très vive, et il est illusoire de penser que l'on puisse négliger sans conséquences adverses l'un ou l'autre de ces deux champs de bataille.

Le marketing actionnarial ne saurait être confondu avec la communication financière¹⁰. En effet, comme le montrent les événements récents sur les marchés financiers, la communication « classique » ne peut que jouer un rôle très limité. Il ne faut pas s'en étonner. N'oublions pas qu'elle cherche à influencer les comportements d'acteurs particulièrement sophistiqués¹¹. La tâche est donc rude, et si l'entreprise souhaite maîtriser partiellement les anticipations de ses actionnaires, la démarche à entreprendre doit être radicalement différente.

Une étude conduite récemment par Ernst & Young¹² aux Etats-Unis a montré que 35% des décisions d'investissement étaient basées sur des indicateurs non financiers. 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.

Dans ce cadre, il s'agit de :

- Constituer une base de connaissance de l'actionnariat. Au-delà des bases de données qui permettent d'identifier les investisseurs et leurs stratégies de base, l'entreprise doit s'organiser pour mettre en place une organisation, des technologies et des procédures qui permettent de recueillir de manière systématique les idées et opinions des actionnaires ou des observateurs sur l'entreprise elle-même, mais aussi sur ses principaux concurrents, cotés et non cotés. En outre, la direction d'une entreprise doit s'intéresser tout particulièrement aux actionnaires de poids qui sont ceux qui font les cours et avec lesquels un dialogue continu doit être organisé.
- Réaliser régulièrement des études de marché financier. Il est 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 ?

¹⁰ De la communication financière au marketing actionnarial, Jean-Florent Rérolle, Cahier Ernst & Young n°3, 1999

¹¹ Il existe un consensus sur le fait que les marchés sont « semi-éfficients », c'est-à-dire que les cours reflètent intégralement et immédiatement les informations diffusées au public.

¹² Measures that matter, Ernst & Young LLP, 1997.

- Augmenter le nombre d'analystes suivant la valeur. Les analystes constituent naturellement une cible importante pour l'entreprise moins pour leur pouvoir de recommandation que l'on surestime trop que parce qu'ils constituent un vecteur d'information auprès duquel l'investisseur peut trouver des données déjà retraitées.
- Rapprocher les attentes des investisseurs des capacités de l'entreprise en identifiant le retour anticipé par l'investisseur, c'est-à-dire 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 croissant¹³, 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.

La porosité croissante des frontières entre l'entreprise et le monde extérieur, la construction de « business web » sont à la fois des impératifs stratégiques dans la nouvelle économie, mais aussi des contraintes pour le marketing actionnarial : l'entreprise devra construire ses relations avec ses actionnaires à partir de sa réalité stratégique et organisationnelle et renoncer au message publicitaire facile, mais inefficace.

L'exécution stratégique

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.

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. 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. L'introduction systématique de la dimension financière dans le processus décisionnel permet non seulement de mieux comprendre où se crée et où 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, les méthodes classiques s'avèrent trop globales pour prendre en compte la complexité de l'environnement économique. Parmi les voies d'amélioration, on peut citer¹⁴ l'utilisation de la « valeur actuelle nette ajustée » de ,de modèles de simulations probabilistes (modèles dits de Monte Carlo), ou encore d'Axia™, une mesure de performance développée par Ernst & Young dont la corrélation avec le cours de bourse est très supérieure à celle de l'EVA™.
- de privilégier la flexibilité organisationnelle et stratégique. Là encore la mise en place d'une grille de lecture optionnelle des choix managériaux se révèle être extrêmement utile. Les dirigeants doivent identifier et développer systématiquement des portefeuilles d'options. Tout comme les choix d'investissement, on peut mettre en place des procédures formalisées dans lesquelles les déterminants de la valeur d'une option réelle sont clairement quantifiés : la durée de l'opportunité d'investissement (la durée d'existence de l'option), la valeur actuelle des cash flows espérés si l'option est exercée, 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 (risque de voir un compétiteur s'installer sur le marché par exemple). Des stratégies d'augmentation de la valeur de ces options sont par la suite définies, ces stratégies faisant l'objet d'un suivi régulier afin que l'option puisse être exercée ou abandonnée au moment optimal. Cette gymnastique optionnelle sera demain l'une des compétences clés d'une organisation.

¹³ Ce qui est une prescription classique dans les démarches de type EVA.

¹⁴ La création de valeur dans une économie connectée, Jean-Florent Rérolle, Analyse Financière, Septembre 1998

- d'adopter une politique financière signifiante. Naturellement, ces décisions opérationnelles doivent être accompagnées de politiques significatives et cohérentes. Les décisions financières (politique de dividendes, rachats d'actions, scissions, structure financière...) ne créent pas de valeur en tant que telles. Elles viennent en revanche conforter les décisions industrielles et permettent d'adresser des signaux forts au marché. Par exemple, la décision de procéder au rachat d'actions s'inscrit dans une logique d'entreprise en maturité qui ne possède plus assez d'opportunités d'investissement pour utiliser un cash pléthorique. Ou encore, la réduction des dividendes pour une entreprise trop endettée lui permet de signifier au marché sa décision de revenir à un levier qui lui permette de bénéficier d'économies fiscales sans être pénalisée par une prime de risque trop forte. Naturellement, le maniement de ces signaux est très délicat et suppose une parfaite compréhension du fonctionnement des marchés financiers en général et du comportement de son actionariat en particulier
- de suivre les progrès accomplis. 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. 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 participative¹⁵, 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 identifiées 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.

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 nécessité d'offrir aux salariés actions ou stock options pour attirer les meilleurs talents.

Face aux mutations rapides de l'économie connectée, les dirigeants vont devoir réviser profondément leurs attitudes. La plus grande révolution intellectuelle qu'il devront subir est l'acceptation de la sanction du marché, et la recherche d'un dialogue équilibré et honnête avec les investisseurs. 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 Valeur¹⁶.

¹⁵ The balanced scorecard, R.Kaplan et D.Norton, Harvard Business School Press, 1996.

¹⁶ 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)

ENCART

Le modèle d'Amazon.com

Le match Amazon.com / Barnes & Nobles permet de mieux comprendre les conséquences des transformations en cours sur la création de valeur. Ces deux entreprises sont des leaders de la ventes de livres, mais leur modèle de développement est bien différent. B&N est un libraire classique, et Amazon.com est la plus grande librairie virtuelle du monde. Le chiffre d'affaires de la première s'élève à 3,1 milliards de dollars, soit 5,7 fois plus que celui de la seconde (542 millions de dollars). Malgré cette différence de taille, la valeur de marché de B&N s'établissait en décembre 1998 à 2,2 milliards de dollars contre 11,1 pour sa rivale électronique. Comment expliquer ce décalage qui s'est encore accru depuis quelques semaines avec la montée extraordinaire des valeurs liées à Internet ? Une revue plus détaillée de chacun des adversaires montre très clairement que cette différence est amplement justifiée.

Leurs perspectives de croissance sont bien différentes. Amazon.com s'inscrit d'emblée dans le commerce de l'avenir. Forrester Research Inc estime que le commerce électronique atteindra 333 milliards de dollars en 2002 pour les seuls Etats-Unis, soit 2,3% du produit national brut. On considère que dans moins de dix ans, la part du E-commerce dans le PNB sera de 6%. Une proportion importante (de 20 à 60%) des ventes de plusieurs industries seront réalisées électroniquement : les produits informatiques et les livres seront les plus touchés par cette tendance.

Offrant plus de trois millions de titres (contre 175000 pour B&N), Amazon.com est considéré comme l'un des modèles qui préfigurent le commerce électronique de demain. Extrêmement convivial, il incorpore toutes les caractéristiques de l'offre de l'ère de l'économie connectée :

- il fonctionne bien sûr en temps réel, 24 heures sur 24 pour une clientèle mondiale ;
- il est interactif : les visiteurs ont une information sur le livre, mais aussi sur ceux qui ont été commandés par d'autres clients au même moment. Il est possible de lire des extraits ou les commentaires de lecture positifs ou négatifs des autres lecteurs, et de prendre connaissance des réponses des auteurs ;
- il apprend, il anticipe, il filtre, il personnalise: une fois référencé sur ce site, le client se voit régulièrement informé des nouveaux ouvrages qui paraissent sur le même thème. Les adeptes d'Amazon.com constituent une véritable communauté virtuelle très attachée au concept comme le montre le taux de rétention : 64% des commandes sont passées par des anciens clients, et le taux de retour des ouvrages est de 2% (contre 30% pour son compétiteur).

La croissance des ventes est de 300% pour Amazon et de 10% pour B&N. La plateforme qu'Amazon a constitué lui permet d'étendre ses ventes à bien d'autres produits, et de prendre rapidement des positions concurrentielles très fortes sur de nouveaux marchés. C'est ainsi que trois mois après avoir décidé de commercialiser des Compact Disc, Amazon a réussi à supplanter le numéro un du secteur, Cdnw. Plusieurs voies d'expansion sont étudiées : l'électronique, les jeux, les logiciels, les vêtements, les cadeaux, les voyages, les abonnements ... Amazon.com s'est construit un portefeuille d'options qu'elle exercera au fur et à mesure de la maturité du marché. Les investisseurs en sont conscients et l'expriment dans le cours de bourse.

Outre ces perspectives de développement, la dynamique financière des deux entreprises est bien différente. Amazon.com dégage des cash flows positifs à l'inverse de B&N qui doit investir des ressources importantes dans son exploitation. Face à un site Internet, B&N présente 1011 magasins. Le stock d'Amazon s'élève à 17 millions de dollars, soit 2% de celui de son concurrent. Il tourne 24 fois dans l'année (contre 3 pour B&N), et les conditions de paiement de ses fournisseurs lui permettent d'avoir une trésorerie abondante, largement suffisante pour lui permettre de couvrir ses besoins opérationnels malgré sa croissance : au cours du dernier trimestre 1998 elle a consommé 600 000 \$ de cash, et la taille de sa clientèle s'est accrue de 37% !