

LA QUETE DE LA VALEUR

NOVEMBRE 1996

Félix BOGLIOLO

LA VALEUR : POURQUOI ?

Le débat sur le 'gouvernement d'entreprise' (*corporate governance*) occupe le devant de la scène en France depuis plusieurs mois.

Cependant, il est à notre avis mal orienté.

En effet, il s'est axé beaucoup trop sur des aspects administratifs ou juridiques : rôle du conseil d'administration, droits des minoritaires, comité d'audit, etc..

Or, c'est, à notre sens, confondre la fin et les moyens. Tous ces aspects, quelle que soit leur importance, et nous convenons qu'elle est grande, ne sont que des 'moyens'.

La 'fin' de l'entreprise est ailleurs. Elle est nécessairement d'ordre économique puisque l'entreprise est un être économique.

En effet, qu'est-ce qu'une entreprise ?

Des investisseurs ont confié leur épargne en gestion à des dirigeants afin que ces derniers l'investissent dans des projets offrant des perspectives intéressantes pour les premiers. Ce n'est qu'à cette condition que les premiers ont accepté de courir le risque de se désaisir de leur épargne. Voilà la vraie nature économique d'une entreprise !

Cette définition d'une entreprise expose clairement la relation de mandat existant entre des mandants-investisseurs et des mandataires-dirigeants. L'objet du mandat est la gestion par ces derniers de l'épargne des premiers. Le but du mandat est de faire fructifier la dite épargne. Rendre des comptes revient donc pour les dirigeants à expliquer quelle a été la création de richesse qu'ils ont ajoutée aux capitaux qui leur ont été confiés en gestion par les investisseurs. Contrôler 'leurs' dirigeants revient donc pour les investisseurs à mesurer cette création de richesse.

La finalité essentielle de l'entreprise est donc bien la création de richesse.

D'aucuns affirment que cette finalité, pour importante qu'elle soit, n'est pas la seule. Selon les tenants de cette 'autre vision de la firme', l'entreprise, une fois constituée, en tant que personnalité morale indépendante de ses actionnaires, aurait à considérer, aussi et peut-être même avant tout, d'autres parties prenantes : clients, fournisseurs, personnel, société en général, ...

Il ne rentre pas dans notre philosophie de mépriser ces autres parties. Cependant, nous sommes de l'opinion que la satisfaction réelle et à long terme de ces autres parties passe, avant tout autre considération, par la performance économique de l'entreprise.

En effet, quel type d'entreprise offrira le plus de satisfaction à ses clients : celle qui sera toujours là pour assurer son service après-vente ou celle qui aura disparu entretemps ? Quel type d'entreprise aura tendance à réduire ses dépenses de recherche et développement, synonymes de nouveaux produits ou de produits meilleurs et moins chers : une entreprise en bonne santé ou bien une entreprise en difficulté ?

Avec quel type d'entreprise un fournisseur arrivera-t-il à développer un partenariat satisfaisant : avec une entreprise non rentable ou bien avec une entreprise performante ?

Dans quel type d'entreprise trouvera-t-on les plus graves problèmes d'hygiène et de sécurité : dans une entreprise créatrice de richesse ou bien dans une entreprise destructrice de richesse ? Dans quel type d'entreprise, le personnel prendra-t-il le plus de plaisir à travailler : dans une entreprise *in malis* ou bien dans une entreprise saine ?

Quel type d'entreprise sera le plus respectueuse de l'environnement ou d'une certaine éthique professionnelle : une entreprise en perte ou une entreprise profitable ?

Au niveau macroéconomique, les études menées dans différents pays tendent d'ailleurs à montrer qu'il existe une corrélation très forte entre le niveau de chômage d'un pays et la création de richesse des entreprises de ce pays.

Cette énumération devrait suffire au lecteur pour comprendre que, bien évidemment, le manque de respect pour les investisseurs va de pair avec un manque de respect pour les clients, les fournisseurs, le personnel ou la société. Réciproquement, l'intérêt bien compris des investisseurs impose que leur respect s'accompagne aussi du respect des clients, des fournisseurs, du personnel et de la société.

La création de richesse est donc non seulement la finalité essentielle de l'entreprise pour satisfaire ses investisseurs, mais elle est aussi la seule manière de satisfaire les autres parties prenantes de l'entreprise : clients, fournisseurs, personnel, société en général.

La quête de la valeur, ou comment créer de la richesse, est donc une méthode idéale à la disposition des dirigeants d'une entreprise pour apporter de l'intérieur de l'entreprise qu'ils gèrent une réponse au problème du 'gouvernement d'entreprise'. Cela rendra inutile l'apport d'une réponse plus traumatisante de l'extérieur : conseil d'administration ou assemblée des actionnaires.

La quête de la valeur dirige la **Mentalité** d'une entreprise vers la création de richesse.

La quête de la valeur utilise le profit économique pour **Mesurer** cette création de richesse.

La quête de la valeur est un outil de **Management** pour et par la création de richesse.

La quête de la valeur est un outil de **Motivation** des dirigeants et du personnel.

Ces quatre 'M' seront détaillés l'un après l'autre dans les lignes qui suivent.

1 - MENTALITE AXEE VERS LA VALEUR

L'objectif de la quête de la valeur est bien d'instituer dans l'entreprise un changement de **Mentalité** pour que les dirigeants et les employés pensent, agissent et soient rémunérés comme les propriétaires de l'entreprise qu'ils gèrent. Apparaît ainsi une nouvelle culture qui est très appropriée pour notre époque de changement et de décentralisation.

Cette Mentalité nouvelle est axée sur la performance économique. L'objectif de performance économique devient la finalité essentielle de l'entreprise. Les autres objectifs que peut poursuivre l'entreprise ne sont que des moyens pour parvenir à cette fin.

Cette Mentalité crée une convergence d'intérêts entre les dirigeants et le personnel (le facteur de production Travail) d'une part et les investisseurs (le facteur de production Capital) d'autre part. Les éventuels conflits d'intérêts, inhérents à toute situation de mandat, entre les mandants et les mandataires, sont ainsi gommés.

Grâce à l'aspect Mesure de la quête de la valeur, les dirigeants et le personnel pensent comme les investisseurs.

Grâce à l'aspect Management de la quête de la valeur, les dirigeants et le personnel agissent comme les investisseurs agiraient s'ils n'avaient pas délégué la gestion de leur entreprise.

Grâce à l'aspect Motivation de la quête de la valeur, les dirigeants et le personnel sont rémunérés comme les investisseurs.

La Mentalité créée par l'implantation de la quête de la valeur dans une entreprise tend ainsi à instaurer chez les dirigeants et le personnel un comportement de propriétaire vis-à-vis de l'entreprise qu'ils gèrent (par opposition à une mentalité de locataires).

Cette Mentalité crée aussi une convergence d'intérêts entre les différentes sous-divisions de l'entreprise. Les traditionnelles rivalités internes ou conflits politiques de couloir, qui sont le lot commun de toute entreprise, ont tendance à s'effacer devant la prééminence de l'objectif commun.

Comme l'implantation de la quête de la valeur peut se faire de manière aussi décentralisée que le souhaite la Direction Générale de l'entreprise, la quête de la valeur accompagne idéalement toute démarche décentralisatrice. Elle tend même à la renforcer en toute sécurité puisque la communauté d'intérêts créée au niveau stratégique grâce au volet Motivation, assure la pertinence des tactiques mises en œuvre localement.

En centrant la réflexion des dirigeants et du personnel sur la fin plutôt que sur les moyens, la quête de la valeur permet une plus grande réactivité des opérationnels au contact avec les clients et les marchés. Dans un monde changeant et qui connaît une compétition accrue, cette caractéristique de la quête de la valeur est de nature à améliorer la compétitivité des entreprises l'utilisant.

La quête de la valeur tend donc à faire évoluer la pratique traditionnelle de l'entreprise de : 'objectifs flexibles, contrôles stricts' vers : 'objectif strict, contrôle flexible'.

2 - MESURE DE LA VALEUR

Pour atteindre cette Mentalité axée sur la création de richesse, il convient en premier lieu de définir précisément une **Mesure** de la performance économique de l'entreprise.

Pour cela, on commence par mesurer l'épargne des investisseurs confiée en gestion aux dirigeants pour financer l'entreprise : actions plus créances. Il s'agit, vu du Passif, de l'Actif Economique. Il s'agit, à l'Actif, des immobilisations plus le besoin en fonds de roulement.

Dans ce processus, on se base sur les chiffres issus du bilan de l'entreprise. On leur apporte cependant toute une série de retraitements pour assurer une lecture plus économique, c'est-à-dire plus proche des préoccupations des investisseurs. Ces retraitements sont de trois types :

- passage de la notion de charge à la notion de débours monétaire : ex. provisions ou survaleurs,
- passage d'une perspective *de facto* de liquidation de l'entreprise à une perspective réelle de continuité de l'entreprise : ex. R. & D.,

- passage de *successful efforts accounting* à *full cost accounting* : ex. charges de restructurations.

Cet Actif Economique a une valeur de marché, indépendante de sa valeur 'comptable' ainsi déterminée. La différence entre ces deux valeurs constitue la création de richesse. C'est la valeur supplémentaire apportée par les dirigeants-mandataires aux fonds qui leur ont été confiés en gestion par les investisseurs-mandants.

La valeur de marché de l'Actif Economique de l'entreprise est aisément mesurable dans le cas d'une société cotée. Dans le cas de sociétés non cotées, elle existe tout autant : pour la connaître, il convient de se référer à des évaluations d'experts ou de constater une transaction.

L'objectif que doivent donc poursuivre les dirigeants est bien de maximiser la création de richesse ainsi mesurée. Cependant, si cet objectif est ainsi facilement appréhendable et s'il est totalement pertinent, la manière pratique pour l'atteindre n'est pas explicitée.

Afin de fournir un guide pratique aux dirigeants pour atteindre cet objectif, il convient de mettre en évidence une mesure de performance 'interne' (c'est-à-dire dont tous les constituants sont sous le pouvoir des dirigeants) et dont l'évolution influence directement la création de richesse.

Cette mesure de performance, c'est le profit économique. En effet, la création de richesse évalue la valeur présente des profits économiques futurs estimés par le marché. Le profit économique est donc la mesure de performance qui est la plus corrélée à la création de richesse (beaucoup plus que toutes les autres mesures de performance utilisées comme les bénéfices par action).

Le profit économique est une estimation du véritable résultat économique d'une entreprise après rémunération de tous les facteurs de production, y compris la totalité des capitaux utilisés. Cette mesure de performance peut être évaluée de manière aussi fine que souhaitée : division, département, produit, client, pays, etc..

Améliorer le profit économique revient à améliorer la productivité globale de l'entreprise par rapport à tous ses facteurs de production, en prenant en considération les inévitables transferts entre les deux facteurs de production. Une amélioration par rapport au seul facteur travail peut se faire au détriment de la productivité totale si elle induit des apports trop importants du facteur capital.

3 - MANAGER POUR ET PAR LA VALEUR

La quête de la valeur doit être un outil de **Management** tissé dans les procédures de chaque entreprise : plan, budget et allocation de ressources. Elle est alors employée au niveau de toute prise de décision pour guider les dirigeants et le personnel vers la maximisation de la performance.

Dans cette optique, la seule règle est d'augmenter le profit économique, encore et toujours.

En effet, la valeur de l'entreprise aujourd'hui dépend de ses perspectives, telles qu'elles sont conditionnées par le passé. Que cette valeur indique une destruction ou une création de richesse, peu importe. L'important est de créer de la richesse dorénavant. Pour cela, le profit économique doit augmenter. Si il est négatif, il doit devenir de moins en moins négatif. Si il est positif, il doit devenir de plus en plus positif. C'est donc l'amélioration du profit économique par rapport à son niveau actuel qui importe plutôt que son niveau actuel dans l'absolu.

Une analyse en profit économique permet ainsi de distinguer aisément entre trois types d'activités :

- les activités rentables, à profit économique positif, génératrices de création de richesse, où 1 F investi vaut plus que 1 F, et qui contribuent à la bonne santé de l'entreprise ;
- les activités à la rentabilité à peine suffisante, à profit économique nul, donc non génératrices de création de richesse, où 1 F investi vaut juste 1 F, et qui contribuent seulement à grossir l'entreprise ;
- les activités non rentables, à profit économique négatif, génératrices de destruction de richesse, où 1 F investi vaut moins que 1 F, et qui contribuent à la chute de l'entreprise.

Pour améliorer le profit économique, trois stratégies sont donc possibles :

- améliorer la rentabilité des activités actuelles, sans investissement supplémentaire,
- investir plus dans des activités rentables (en ce sens la quête de la valeur est tout sauf malthusienne),
- désinvestir des activités non rentables et dont la rentabilité ne peut pas être améliorée.

Après diffusion dans l'entreprise par des actions appropriées de formation, la quête de la valeur institue un langage unifié. Cette insertion dans la culture de l'entreprise lui permet d'être utilisée pour :

- prendre toute décision, apprécier des stratégies ou des projets, évaluer des acquisitions,
- établir des plans ou des budgets, fixer des objectifs, sous toute périodicité (mois, trimestre, etc.),
- allouer des ressources entre différentes subdivisions de l'entreprise,
- contrôler les résultats à la fois des décisions stratégiques et des décisions opérationnelles,
- communiquer tant en interne que vis-à-vis du monde extérieur et notamment les investisseurs.

Des moteurs de la création de richesse sont déterminés non seulement en termes monétaires mais aussi le plus souvent en termes physiques, plus parlants pour les opérationnels concernés. La croissance des ventes est étudiée en termes de : produits, prix, qualité, R. & D., marketing mix, ... L'efficacité opérationnelle est analysée en termes de marge, process industriel, publicité, logistique, externalisation, maintenance, cyclicalité, ... La charge d'utilisation de l'Actif Economique, autrement dit la gestion des actifs, est décortiquée en termes de capacité productive, de niveau des stocks, de recours à des escomptes pour paiement anticipé ou au contraire à des pénalités pour paiement différé pour les clients ou les fournisseurs, ...

En exprimant tous les constituants du profit économique en pourcentage des ventes, il apparaîtra souvent que la charge principale n'est pas la rémunération du travail mais celle du capital. La rationalisation des actifs apparaîtra alors prioritaire par rapport à la restructuration du personnel.

4 - MOTIVER POUR ET PAR LA VALEUR

Des rémunérations incitatives basées sur le profit économique constituent un élément essentiel de la **Motivation** des dirigeants et du personnel d'une entreprise. La méthodologie de la quête de la valeur atteint alors seulement son potentiel complet et l'entreprise en tire le maximum d'avantages en termes de 'Management' efficace et de Mentalité entrepreneuriale. Cependant, cet aspect est indépendant du reste de la méthodologie et peut s'implanter séparément.

La plupart des systèmes de rémunération en vigueur souffre de cinq inconvénients majeurs :

- part fixe trop importante par rapport à une part variable trop faible,
- bonus fonction du niveau de réalisation d'objectifs budgétaires négociés,
- bonus borné à la baisse (une performance mauvaise n'est pas pénalisée),
- bonus borné à la hausse (une performance supérieure n'est pas rémunérée),
- les critères utilisés ne sont pas nécessairement corrélés à la valeur.

Une rémunération basée sur le profit économique pallie ces inconvénients et présente cinq avantages :

- objectivité : le système se fonde sur une formule adaptée à la culture de chaque entreprise ;
- simplicité : une formation adéquate de tous les bénéficiaires assure leur compréhension ;
- substance : les montants atteints sont supérieurs au marché pour être vraiment incitatifs ;
- justice : la rémunération de chacun est liée à la performance économique sous sa responsabilité ;
- durée : la formule est calibrée avec attention au départ pour traverser tout type de situation.

Les bonus exceptionnels sont reportés afin de permettre l'imputation d'éventuels malus. Pour cela, un système de compte 'bancaire fictif' peut être utilisé. Les rémunérations versées les bonnes années peuvent être perdues à cause de contre-performances ultérieures. En conséquence, une sorte de cliquet se met en place, la performance s'améliore et ne se détériore plus : les phases négatives des cycles sont absorbées ; seules les améliorations de performance susceptibles d'être soutenues dans le temps sont réalisées. Les bons éléments sont retenus par des 'menottes dorées'.

Des variantes permettent de prendre en considération des aspects qualitatifs, de susciter la coopération entre des départements situés à un même niveau de l'organisation, de constituer des 'pools' de rémunération à répartir aux bénéficiaires d'un département, de mettre en place des systèmes de 'stock options' soit réellement soit sur la base de succédanés d'actions, de simuler des LBO pour profiter des avantages de ces structures sans souffrir de leurs inconvénients, ...

Un système basé sur le profit économique génère des rémunérations plus incitatives et individualisées, en rapprochant l'indicateur de performance utilisé de la responsabilité des bénéficiaires. Par ailleurs, l'entreprise bénéficie alors d'une régulation automatique de sa masse salariale par les prix et a donc moins besoin de recourir à une régulation par les quantités (licenciements).

Le profit économique intègre la juste rémunération fixe des deux facteurs de production : le travail et le capital. Payer des rémunérations variables sur sa base ne constitue donc pas un coût. Il s'agit plutôt d'une répartition. La quête de la valeur permet donc de revenir à la philosophie d'origine de la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de leur entreprise. La quête de la valeur autorise ainsi des avancées sociales justifiées par la performance économique. Pour cela, elle a aussi été adoptée par de nombreux services publics : hôpitaux, postes, ...

5 - MISE EN PLACE DE LA QUÊTE DE LA VALEUR

L'expérience suggère fortement que les avantages tirés de l'adoption de la quête de la valeur s'accroissent au fur et à mesure de l'implantation successive des quatre 'M'. L'utilisation approfondie de la quête de la valeur plutôt que son utilisation épisodique est un des facteurs clés de succès quant à son adoption. Il est donc toujours recommandé d'implanter les quatre 'M' à terme. Cependant cette implantation peut se faire avec toute la progressivité désirée : échelonnement et étalement des phases liées à chaque 'M', application de ces phases à différents niveaux hiérarchiques : Direction Générale, cadres supérieurs, ensemble de l'encadrement, ensemble du personnel, ...

La personnalisation de la quête de la valeur pour l'appliquer à chaque entreprise doit se faire en assurant son intégrité découlant des enseignements de la théorie de la Finance. L'accent est placé en permanence sur des simulations, études de cas et interactions avec la Direction Générale de l'entreprise et des subdivisions concernées. Une variété de médias est employée pour communiquer la quête de la valeur aux cadres, au personnel, au Conseil de l'entreprise et à la communauté financière, pour les informer ou les former à son utilisation.

La durée d'une mission complète est généralement inférieure à une année.

Des centaines d'entreprises représentant près d'un millier d'applications différentes dans le monde peuvent témoigner de la réalité des avantages de la quête de la valeur et de la rapidité de leur obtention.

Les nombreuses entreprises l'ayant adoptée ont vu leurs performances s'améliorer de façon spectaculaire et cela s'est traduit par une sur-performance de leur cours boursier très importante.

Ces entreprises sont très diverses :

- de toute taille (de plusieurs dizaines de millions de francs de chiffre d'affaires à plusieurs dizaines de milliards),
- de tout pays et donc de toute culture (USA, Royaume-Uni, Allemagne, Suède, Turquie, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle Zélande, Singapour, Mexique, Brésil, Colombie, etc.),
- de tout secteur (agro-alimentaire, informatique-télécommunications, bois-papier, pétrole-chimie-pharmacie, biens d'équipement, biens de consommation, distribution, services, banque, assurance, etc.).

De tous les avantages qu'apporte la quête de la valeur aux entreprises qui l'adoptent, le plus important est celui de leur permettre un accès aux marchés des capitaux meilleur tant en termes de quantité qu'en termes de prix.

En effet de nombreux institutionnels favorisent dans leurs investissements les entreprises ayant adopté la quête de la valeur ou sélectionnent leurs investissements sur sa base. De plus la quête de la valeur améliore la qualité du dialogue entre une entreprise et les analystes influents. De nombreux bureaux d'analyse financière dans le monde entier appliquent cette méthodologie pour émettre leurs recommandations.