

MANAGEMENT

La création de valeur comme outil de pilotage

CONFRONTÉS À L'ABSENCE d'indicateur interne permettant de valoriser la performance économique réelle de leur entreprise, les dirigeants de la plupart des plus grandes banques européennes ont peu à peu été amenés à tester de nouvelles méthodes d'évaluation.

La création de valeur – dont l'objectif est de refléter la logique du marché, tourné vers le futur – s'est alors imposée. Par le biais de quelques ajustements des données comptables et d'une actualisation à l'infini au coût du capital, la création de valeur transforme les résultats nets économiques obtenus en vision à long terme : la *Total Shareholder Value* qui

en résulte permet de présenter aux actionnaires une image très fidèle du cours futur de l'action.

Un modèle de création de valeur développé par AT Kearney a permis de vérifier la justesse des estimations de cours obtenues. Appliqué aux vingt premières banques européennes, le modèle génère aussi une estimation particulièrement fiable des *Market-to-Book* constatés sur le marché.

D'abord développée par les analystes financiers comme support de recommandations, la création de valeur s'est vue parrainée ensuite par les banques d'affaires qui en ont fait un outil d'aide à l'investissement. C'est à présent au tour des entreprises de l'adopter afin de compléter leurs analyses internes en y intégrant la logique du marché.

Les années 90 ont marqué le passage à un *management fondé sur la création de valeur de l'actionnaire*. Cet indice offre une vision claire de l'activité et permet de rapprocher les équipes dirigeantes des implications du marché.

TROIS LEVIERS DE CRÉATION DE VALEUR

La question devient alors : quels sont les principaux paramètres qui influencent un cours d'action et quels sont les leviers internes ou externes qui conditionnent son évolution ?

La capacité intrinsèque de l'entreprise à communiquer des signes de croissance est un premier paramètre explicatif. Qu'il s'agisse d'une croissance interne ou externe, celle-ci aura d'autant plus d'impact qu'elle permettra d'augmenter la part du chiffre d'affaires réalisé sur les métiers affichés comme cœur de l'activité. L'annonce de nouveaux projets de ce type a un effet immédiat sur le cours d'action.

D'autres paramètres plus classiques d'efficacité sont par nature étroitement liés à l'évolution du cours de l'action comme, par exemple, la rentabilité opérationnelle (rapport entre la marge opérationnelle et le chiffre d'affaires) ou la structure financière (évolution du ratio d'endettement par rapport aux capitaux propres).

L'ampleur des variations de cours dépend enfin de l'historique et de la nature des relations avec les actionnaires. La part des ac-

tionnaires de référence dans le capital, ainsi que l'évolution de cette part sont des indicateurs révélateurs de la capacité de continuité de l'entreprise et de la confiance du marché. Cette confiance est aussi influencée par la stabilité de l'équipe dirigeante ainsi que la sensibilité de leur mandat aux performances réalisées.

Ces trois leviers – développement, efficacité, continuité – s'appliquent quel que soit le secteur d'activité. Une étude menée par AT Kearney sur le CAC 40 entre 1988 et 1998 a montré que les leviers de développement et de continuité ont, chacun, en moyen-

“ L'art du management est de savoir à quel moment mettre de côté la rentabilité au profit de la croissance. ”

ne deux fois plus d'impact sur la performance boursière que les leviers d'efficacité.

Le modèle de création de valeur développé par AT Kearney a été utilisé afin d'effectuer des simulations de sensibilité dans le secteur bancaire. Une croissance de 5 % a été successivement appliquée au paramètre de calcul le plus représentatif de chacun des leviers :



THIERRY PASCAULT
Vice-président
AT Kearney

- la croissance, pour les leviers de développement ;
- le β , pour les leviers de continuité ;
- le ROE, pour les leviers d'efficacité.

Partant de valeurs initiales représentatives de la moyenne du secteur bancaire français (croissance = 8 % ; $\beta = 1,2$; ROE = 15 %), le modèle confirme le poids de la croissance dans la variation de valeur créée. En effet, une augmentation de 5 % de la croissance génère un accroissement de 11 % de la TSV contre 7 % pour une diminution de 5 % du β et 6 % pour une même augmentation de 5 % du ROE.

Ces résultats soulignent l'importance que le marché accorde à la croissance, en comparaison avec les autres leviers de continuité et d'efficacité. La politique d'un certain nombre de banques au début des années 90, qui consistait à miser sur la rentabilité, n'est plus d'actualité ; à présent, l'art du management est de savoir à quel moment mettre de côté la rentabilité au profit de la croissance.

PILOTER LES LEVIERS

Pour être opérationnelle, la création de valeur exige de s'appuyer sur une analyse en profon-

deur des différentes activités de l'entreprise. Pour cela, il importe de segmenter ces activités en sous-ensembles homogènes, et d'appliquer à chacun de ces segments les modes de valorisation et hypothèses de calculs les plus appropriés. Pour être réalistes, ces choix doivent être validés au regard d'informations externes : la dynamique du secteur d'activité et la position stratégique de chaque activité sur son marché.

La mise en place d'un reporting interne régulier de création de valeur facilite également le processus d'allocation des capitaux, en interne comme en externe. En effet, la maîtrise des leviers de la création de valeur permet de juger de façon objective du potentiel d'une activité mature ou d'un nouveau projet. Outil de pilotage, elle favorise les initiatives internes en les intégrant dans le calcul global des segments auxquels elles se rapportent, ou en les évaluant de façon autonome.

Ce nouveau mode de responsabilisation du management est rendu possible par le lien direct entre le bilan de l'entreprise et son cours de bourse, métier par métier, activité par activité. La maîtrise des trois leviers de performance offre aux responsables opérationnels un moyen

d'anticiper les conséquences de leurs actions en interne.

REMETTRE L'ENTREPRISE AU CENTRE

Grâce à la création de valeur, le chef d'entreprise se retrouve au centre du jeu comme interlocuteur privilégié. Pour l'ensemble des acteurs du marché : prescripteurs, spéculateurs, contreparties, investisseurs – la création de valeur devient une base de consensus. De ce fait, elle fournit aux dirigeants un véritable outil de communication externe qui leur permet d'anticiper les réactions de marchés, d'être pro-actifs dans la gestion des informations importantes et de donner aux analystes financiers la mesure de leur stratégie dans un langage commun.

L'alimentation en interne d'un modèle fiable avec des données précises permet d'enclencher un cercle vertueux au sein duquel ce qui n'avait que vocation prédictive devient un cadre de gestion partagé. ■

(1) *Market-to-Book* : ratio entre la valeur de marché d'une entreprise et la valeur nette comptable de son bilan. L'utilisation du *Market-to-Book* plutôt que de la *Total Shareholder Value* permet de prendre en compte la politique d'allocation des fonds propres de l'entreprise. (*Market-to-Book* = *Total Shareholder Value*/fonds propres alloués).