

### Création de valeur – Résultat et performance

**Les théories sur la valeur des entreprises ont évolué d'approches fondées sur les résultats comptables passés à celles qui prennent en compte la performance des entreprises. L'objectif est de trouver des indicateurs pertinents qui tiennent compte du risque, de la croissance et de la pérennité des résultats. C'est ainsi qu'est apparu le concept de création de valeur.**

LA RECHERCHE DE L'OPTIMISATION de la valeur de l'entreprise a été de tout temps un des objectifs prioritaires de tout entrepreneur, de tout commerçant, puis celui de tout investisseur, notamment de l'actionnaire.

La détermination de la valeur de l'entreprise et l'appréciation des facteurs qui contribuent à son accroissement sont au cœur de la question. Les théories sur la valeur sont nombreuses, elles ont évolué dans le temps, passant d'approches fondées sur les constats du passé à des approches visant à privilégier les résultats futurs et à reposer, en conséquence, sur des données prévisionnelles.

La création de valeur est devenue un thème largement évoqué dans les rapports annuels et un axe privilégié de la communication financière des sociétés. (cf. *Banque Magazine* n° 643).

#### LE CRITÈRE DE RENTABILITÉ DES CAPITAUX S'IMPOSE

La communication par les entreprises et les établissements de crédit sur la création de valeur traduit, dans un certain nombre de cas, une évolution effective de l'approche de leur performance financière. La mesure de la rentabilité des capitaux investis tend à s'imposer comme un indicateur commun de la création de valeur. Pour autant, il convient d'observer d'une part que cet indicateur n'est pas nécessairement le plus représentatif de la création de valeur, et d'autre part que le recours à cette notion dans la communication financière semble souvent encore n'être qu'une adaptation du langage (pour ne pas parler de phénomène de mode) qui n'est pas sous-tendue par l'utilisation effective de techniques, outils et moyens véritablement nouveaux.

Au-delà de son utilisation par les entreprises, il faut donc s'intéresser à ce concept de création de valeur au plan économique.

#### L'APPROCHE TRADITIONNELLE DE LA VALEUR : FIABILITÉ ET LIMITES

Avant de définir le concept de création de valeur, il faut indiquer que les techniques traditionnelles d'évaluation des entreprises fondées sur la valeur de rendement, la valeur de rentabilité, voire la capitalisation boursière (*price earning ratio*), même si elles demeurent encore assez largement utilisées, sont considérées comme dépassées pour approcher la valeur économique ou la juste valeur des entreprises.

En effet, toute évaluation fondée sur des mesures comptables du résultat qui reposent en tout ou partie sur des conventions plus ou moins éloignées des réalités économiques (par exemple, les amortissements des actifs corporels ou incorporels ou les provisions) ne peut avoir qu'une portée limitée et peut conduire à des données de fiabilité incertaine qui peuvent être éloignées de la valeur telle que peut la déterminer un acquéreur notamment.

En outre, même si les mesures, qui sont fondées sur les cash flows, sont effectuées en faisant abstraction d'amortissements ou de provisions, qui ne sont pas des données neutres, c'est-à-dire déterminées selon des critères purement objectifs et indépendants des décisions des dirigeants d'entreprise, elles ne constituent pas des indicateurs jugés suffisamment fiables et pertinents dans la perspective d'une évaluation économique.

En effet, la valeur d'une entreprise, pour un investisseur, n'est autre, comme celle de tout actif, que la valeur actuelle des flux nets de trésorerie futurs qu'elle est susceptible de générer. Elle doit donc intégrer des critères de croissance des résultats en tenant compte des risques de toute nature susceptibles de les affecter.

Le *price earning ratio*, encore utilisé, a le mérite d'être simple, encore faut-il s'assurer qu'il intègre bien des facteurs déterminants tels que le risque, la durabilité des résultats et des flux de trésorerie. Le bénéfice par action extrapolé à partir du passé peut s'avérer un très mauvais indicateur de la capacité réelle de l'entreprise, car il peut subir l'influence de pratiques comp-



**EVELYNE BESSEAU**

Administrateur de l'Adicecei

Pour joindre l'Adicecei, adresse e-mail : <http://adicecei.com>

tables appropriées destinées à favoriser une présentation avantageuse ; de plus, il est affecté d'éléments que les règles comptables ou la pratique des entreprises traitent comme des charges de période alors qu'ils sont plus représentatifs d'un investissement dont la rentabilité future constitue l'enjeu majeur. Tel est le cas des frais de recherche et de développement, par exemple, qui peuvent grever en tout ou partie les résultats passés alors qu'ils sont destinés à contribuer à la valeur future de l'entreprise.

À ce stade, on peut observer que toute projection faite à partir de résultats comptables, aussi fiables et neutres soient-ils, peut être dangereuse et trompeuse. Toute valeur déterminée à partir d'un multiplicateur qui ne prend pas en compte ou pas de manière suffisamment fiable et pertinente des facteurs tels que le taux de progression, la durabilité, le risque, la valeur temps de l'argent est sujette à caution. La durabilité de la rentabilité d'un investissement est primordiale dans les activités à forte croissance, dans le *high tech* et dans les valeurs défensives.

Ce sont ces diverses considérations qui ont été déterminantes pour certains auteurs et praticiens qui ont cherché à définir des approches jugées plus pertinentes. Ils ont pris en considération les critiques formulées contre les approches traditionnelles en ayant pour objectif d'intégrer au mieux les facteurs essentiels d'évolution et de croissance. L'approche de la création de valeur fait partie de ces contributions.

## L'APPROCHE NOUVELLE

Une autre approche a été développée en partant du constat que le bénéfice passé et actuel ne peut être considéré comme un indicateur suffisant pour approcher la valeur de l'entreprise parce que, d'une part, il résulte en tout ou partie d'évaluations conventionnelles, non neutres et non représentatives de la réalité économique ; et d'autre part, il peut cacher une absence ou une insuffisance d'investissement dans les éléments matériels et immatériels générateurs de productivité, de compétitivité, d'innovation et donc in fine de valeur.

Certains analystes ont donc cherché des méthodes palliant de telles défaillances. L'objectif étant de trouver des indicateurs pertinents qui tiennent compte notamment du risque, de la croissance et de la pérennité des résultats et qui éliminent ou retraitent les données non conformes à la réalité économique. C'est ainsi qu'est apparu aux États-Unis le concept de création de valeur qui s'est concrétisé avec l'apparition de notions telles que la MVA (*Market value added*) ou l'EVA (*Economic value added*).

La performance d'une entreprise peut être mesurée sur la base d'approches diverses, qui ne sont généralement pas convergentes et ne donnent donc pas les mêmes résultats car elles poursuivent chacune des objectifs différents. En premier lieu, le concept de performance ne recouvre pas une notion purement objective : elle conclut en elle-même un critère d'appréciation et donc de jugement. Ensuite, ceux qui mesurent et utilisent la valeur ne sont pas les mêmes, n'ont pas les mêmes intentions et intérêts par rapport à cette valeur et ne poursuivent donc pas des objectifs communs.

## PERFORMANCE ET VALEUR

■ **du point de vue de l'entreprise.** L'entreprise et ses dirigeants ont besoin d'un outil de mesure de leur performance collective qui, au-delà des seuls résultats comptables, leur fournit des indicateurs, chiffrés si possible, de leur capacité à générer et accroître ces résultats. Il convient de préciser que si des facteurs notamment intellectuels, humains, immatériels qui contribuent à la valeur ne peuvent pas être nécessairement exprimés en termes quantitatifs, il n'en demeure pas moins des indicateurs pertinents et utiles. Toutefois, s'ils ne sont pas directement exploitables dans l'approche de la mesure de la valeur, ils sont d'une portée limitée dans le cadre de cette analyse.

L'entreprise peut, elle-même, avoir une conception de la performance qui ne s'exprime pas uniquement en termes financiers. Si son objectif prioritaire est, par exemple, la satisfaction matérielle et intellectuelle de ses employés, il est évident qu'elle ne privilégiera pas les mêmes indicateurs que celle dont l'objectif est d'accroître sa part de marché ou celle pour laquelle l'optimisation du résultat est prioritaire. Sans considérer bien évidemment que les objectifs non financiers sont secondaires, ils n'entrent pas dans le cadre de l'analyse de la création de valeur retenue ici, dans son aspect purement financier.

Par ailleurs, des entreprises dont l'objectif est l'optimisation de leur valeur peuvent avoir des politiques différentes d'affectation ou de distribution de leurs résultats, ce qui peut influencer sur la valeur de leurs actions telle qu'appréciée par le marché.

■ **du point de vue de l'investisseur.** Les investisseurs et le marché ont un besoin qui peut apparaître, a priori, identique à celui des entreprises mais qui, de fait, doit se définir différemment. En effet, ils souhaitent disposer d'indicateurs sur la capacité de l'entreprise à ac-

croître ses dividendes et la valeur de ses actions (souvent aussi les leurs). Il est donc encore une fois évident que la politique de distribution des résultats de l'entreprise, si elle est laissée à sa seule initiative (ce qui n'est pas toujours le cas puisque ce sont les investisseurs, les actionnaires qui peuvent, en fonction de leur poids, de leur volonté, et de l'influence qu'ils exercent, l'orienter sinon l'imposer) peut ne pas être neutre sur la mesure de la valeur. Le simple rappel de ces diverses considérations sur la performance et la valeur permet de confirmer, s'il en est encore besoin, que nul ne peut prétendre définir la valeur de l'entreprise. Ce caractère relatif s'applique a fortiori à la création de valeur.

### LES NOTIONS DE EVA ET DE MVA

L'EVA est une mesure interne de la performance définie comme la différence entre le résultat opérationnel et le coût du capital.

La MVA est une mesure externe de la performance qui permet de déterminer, sur la base de critères propres aux marchés eux-mêmes, l'utilisation que l'entreprise a faite du capital qui lui a été apporté ou confié par ces actionnaires.

Il existe de fait une corrélation étroite entre MVA et EVA : en effet, explique J.-M. Stern, *managing partner* et co-fondateur de Stern Stewart and Co « la MVA est égale à la valeur présente des EVA futures ». Sans entrer dans le détail des approches financières de mesure de l'EVA ou de la MVA, il convient surtout de mettre en évidence en quoi elles diffèrent de l'approche traditionnelle fondée sur le résultat comptable ou des dérivés de ce dernier.

- En ce qui concerne les retraitements comptables : les indicateurs retraitent certaines données comptables qui, comme nous l'avons mentionné plus haut, ne traduisent pas ou imparfaitement la réalité économique. Ce sont d'une part les amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles ; en effet le rendement d'un actif doit être apprécié sur le montant total des capitaux investis pour se le procurer et non pas sur la base d'une valeur nette comptable ; d'autre part les provisions.
- La prise en compte du coût du capital : les dirigeants d'entreprise ont depuis plus ou moins longtemps compris que si les investisseurs et actionnaires mesuraient leur rendement en fonction du montant des capitaux investis, c'est que ces derniers avaient un coût. Par conséquent, l'entreprise doit tenir compte dans la mesure de sa performance et dans la création de valeur du coût de ses fonds propres, considérés pendant longtemps abusivement, ou de façon erronée comme par essence gratuite. Or pour un investis-

seur ou un actionnaire, une entreprise ne crée de la valeur que si le rendement qu'elle lui assure de son investissement, de son action, (quelle qu'en soit la forme, directe – c'est-à-dire en dividende –, ou indirecte – c'est-à-dire en plus value –) est supérieur au rendement qu'il peut espérer attendre du marché en général.

Les capitaux investis de l'entreprise ne correspondent pas à la valeur comptable de ses fonds propres et de ses dettes financières, ces montants doivent être ajustés de tous les éléments de nature à créer des distorsions non fondées sur des variations économiques réelles. Aussi en pratique, pour mesurer le rendement effectif d'un investissement, il faut tenir compte de la structure de son financement. S'il est financé de façon mixte, à savoir pour partie par endettement, et pour partie par capitaux propres, le taux d'actualisation de rendement de l'investissement pris dans son ensemble est un taux moyen pondéré qui tient compte du coût de la dette, basé sur le taux d'intérêt effectif censé tenir compte du taux de risque pris par le financier, et sur le coût des capitaux propres qui tient compte de la prime de risque que les actionnaires exigent du fait de l'incertitude qui pèse sur le rendement de leur action.

Dans une approche fondée sur l'absence de coût des capitaux propres, les entreprises connaissaient et mesuraient le coût de leur dette financière et analysaient le rendement d'un investissement sur ces bases. Leur obsession à cet égard les conduisait souvent à chercher à réduire au maximum la dette financière. Au contraire, dans les nouvelles approches comme celle où se place la création de valeur, le coût des capitaux investis est pris en considération au même titre que celui de la dette financière. C'est sur la base de telles approches que nombre de groupes ont mis en œuvre des politiques de rachat de leurs propres actions de façon à limiter le coût de ces capitaux. Le coût des fonds propres est la rentabilité espérée ou attendue du marché pour un investissement dans une action de l'entreprise. La trésorerie retenue par l'entreprise offre, en principe, une rentabilité inférieure à celle attendue de ses actifs opérationnels faute de quoi les actionnaires n'auraient aucun intérêt, en tout cas financier, à conserver leurs actions. Dans ces conditions, l'entreprise dont l'objectif est d'optimiser la création de valeur peut trouver plus avantageux de racheter des actions propres si elle dispose de la trésorerie pour le faire que de tirer un rendement faible de cette dernière ne lui permettant pas d'améliorer celui de ses actions. ■

“ Si des facteurs notamment intellectuels, humains, immatériels qui contribuent à la valeur ne peuvent pas être nécessairement exprimés en termes quantitatifs, il n'en demeure pas moins des indicateurs pertinents et utiles. ”