



CONVENTION NATIONALE

Mercredi 21 novembre 2001



Vers une normalisation de la mesure de création de valeur

*Animée par
Pascal HENISSE, Journaliste à l'Expansion, service Finance*

VERS UNE NORMALISATION DE LA MESURE DE CREATION DE VALEUR

Mercredi 21 novembre 2001

Participants :

Martine CHARBONNIER	Directeur exécutif du listing Euronext NV
Philippe DANJOU	Chef du service des affaires comptables, Commission des Opérations de Bourse
Denis DUBOIS	Conseil du Groupe FELINE
Pascal HENISSE	Journaliste à l'Expansion, service Finance
Jean-François PANSARD	Expert-comptable, CCEF
Jacques POTDEVIN	Président de la CCEF
Jacques TIERNY	Direction financière du Groupe Michelin

Pascal HENISSE

La création de valeur est davantage qu'un simple phénomène de mode. C'est un outil permettant d'apprécier la performance financière d'une entreprise mais également l'efficacité de son management et de son modèle économique. C'est donc un outil de gestion mais il est particulièrement complexe, tant pour ceux qui l'utilisent au quotidien dans l'entreprise que pour les spécialistes de l'information financière. Nous verrons, au cours de cette table ronde, s'il est possible de définir une norme d'évaluation de la création de valeur en nous interrogeant sur la manière de créer cette norme et de la faire vivre dans les entreprises.

L'expérience du modèle de l'entreprise Michelin ;

Jacques TIERNY

Si l'entreprise Michelin existe, c'est parce qu'il y a un siècle, un Anglais s'est retrouvé avec un pneumatique crevé sur une route d'Auvergne. Les industriels, qui ont l'habitude de répondre à de tels besoins, demandent fréquemment aux financiers qui sont à leur service de leur expliquer pourquoi, ce faisant, ils détruiraient de la valeur, du point de vue de l'entreprise. Au départ, la mesure de la création de valeur répond au besoin de satisfaire les actionnaires. Ceux-ci n'ont pas que des attentes financières. Ils refusent les risques excessifs, demandent aux entrepreneurs d'annoncer leurs réalisations et de réaliser ce qu'ils annoncent. Les actionnaires sont également préoccupés par les questions d'éthique sans lesquelles les différents calculs n'ont aucun intérêt.

La notion d'éthique revêt des composantes multiples : managériales, environnementales, sociales, etc. Par exemple, si vous avez un projet d'activité en Roumanie, où le taux de cotisation retraite est aujourd'hui faible, vous devez prévoir que celui-ci augmentera forcément au cours des prochaines années. Si vous ne le faites pas, votre plan est faux. De même, si vous exercez une activité polluante, vous devrez prendre en compte le coût de la future dépollution du terrain sur lequel vous êtes implanté. Vous éviterez ainsi les mauvaises surprises. Les actionnaires l'ont bien compris. En outre, le contexte n'est jamais figé. Nous progressons sans cesse. Depuis vingt ans, nous traitons des problèmes liés à l'amiante et peut-être aurons-nous demain d'autres préoccupations encore inconnues aujourd'hui.

Généralement, les financiers sont partagés entre deux attitudes consistant à considérer soit l'enveloppe, c'est-à-dire le budget alloué, ou le challenge. Dans le premier cas, l'industriel doit simplement dépenser son budget sans se poser de question. En revanche, dans le second cas, l'approche par la création de valeur l'oblige à s'interroger sur la fiabilité de ses investissements, tout en étant préoccupé par les composantes éthiques de ceux-ci. Il faut donc tuer la notion d'enveloppe et juger tout projet à l'aune de la création de valeur. C'est le seul outil correct, aujourd'hui, de prise de décision industrielle.

Dans l'entreprise, les financiers interviennent, bien sûr, en aval des activités mais aussi en amont. Il est important d'utiliser la même méthode pour les évaluations a priori et a posteriori. Si les outils du business plan et ceux du contrôle de gestion sont différents, la démarche d'ensemble risque de s'en trouver fortement décrédibilisée. Pour cela, une certaine pédagogie est nécessaire. Aujourd'hui chez Michelin, plus de cinq mille personnes travaillent sur des bases de calcul semblables. Les opérationnels réalisent eux-mêmes leurs calculs d'évaluation des investissements, avec des logiciels appropriés. Nous leur avons fourni ces outils qui sont indispensables à leur autonomie. Toutefois, les entreprises ne doivent pas subir la dictature des financiers. In fine, ce sont les services financiers qui définissent les règles de décision économiques.

Généralement, plus le risque est grand et plus les financiers recommandent d'accroître les fonds propres économiques. Il existe des méthodes de calcul des risques dans les sociétés captives d'assurance débouchant sur la constitution de réserves. De même, les banques et les assurances ont développé des calculs de ratios prudentiels, comme le ratio Cooke, qui relèvent de la même approche. Je pense que l'augmentation du risque doit d'abord entraîner une augmentation du coût. Lors de l'élaboration des projets industriels, vous devez déterminer un certain étalonnage de ce coût et des risques associés et vous y tenir. La prudence financière ne doit pas pénaliser les projets industriels. Michelin applique une méthode similaire à celle exposée, cet après-midi, par le Professeur Dubois. La consommation des fonds propres augmente au fur et à mesure que le risque augmente. Ainsi, si vous prévoyez de vous engager dans l'UMTS, je vous conseille de prévoir des fonds propres en conséquence.

Pascal HENISSE

Combien de temps a-t-il fallu à Michelin pour concevoir et diffuser sa méthode dans l'entreprise ? Depuis sa mise en place, avez-vous noté des améliorations en matière de performance, par exemple, ou dans votre communication ?

Jacques TIERNY

Nous avons passé douze à quinze ans à élaborer notre modèle et trois ou quatre ans à le diffuser. Nous avons encore beaucoup à faire. Nous avons également pratiqué une réelle pédagogie du risque. Plusieurs milliers de personnes travaillent aujourd'hui sur le même modèle. Elles savent désormais que plus le risque augmente, plus le coût est élevé et plus les gains potentiels doivent l'être. Par exemple, vous pouvez considérer que votre stock ne doit pas être conservé plus de deux mois. Si vous le conservez deux mois de plus, il vous revient plus cher mais tout va bien si cette conservation plus longue a un effet positif sur vos marges.

Nous travaillons beaucoup, actuellement, sur le crédit aux clients qui représente une certaine consommation des fonds propres. Notre intérêt est de développer ce service aussi loin que possible. Plus il y a de risque, plus les fonds propres consommés sont importants. La diffusion de ce modèle demande du temps, notamment parce que nous luttons contre de nombreux tabous culturels. Lorsque les opérationnels demandent aux financiers de les aider à procéder à des arbitrages, ceux-ci sont obligés de réfléchir et de faire des progrès.

Pascal HENISSE

Je suppose que la Commission des Opérations de Bourse est extrêmement préoccupée par l'éthique et la mesure de la création de valeur.

Le rôle de la COB dans la mesure de la création de valeur

Philippe DANJOU

La COB considère que ces préoccupations font partie de ses missions. L'ordonnance de 1967, signée par le Général De Gaulle, lui confère deux missions principales, la première étant la protection de l'épargne, la seconde étant souvent méconnue : la protection de l'épargne et le développement des marchés financiers français. Notre rôle n'est pas de tenir la main des acteurs financiers, ni d'empêcher l'achat ou la vente de telles ou telles actions, ni de nous prononcer sur l'opportunité de telle ou telle introduction. En revanche, nous avons une double mission d'information sur les risques et de contrôle de la qualité de l'information financière.

Depuis deux ans, nous nous intéressons à la notion de création de valeur, l'année 1999 ayant été une année de grandes batailles boursières, l'une impliquant deux acteurs majeurs du secteur pétrolier et l'autre les deux principales banques françaises de réseau. Ces batailles se sont principalement déroulées sur le terrain de la création de valeur. Nous avons ainsi assisté à une véritable inflation des taux de retour sur investissements annoncés, d'abord à 15 puis à 18 %. Les actionnaires ont peut-être été perdus face à ces nouveaux messages du type marketing. La COB s'est donc livrée à une étude pratique et comparative des rapports annuels de l'exercice 1998 des sociétés du CAC 40. Nous avons alors constaté que la qualité de l'information fournie par ces sociétés était très moyenne. En effet, sur vingt et une sociétés analysées et abordant le sujet, cinq seulement expliquaient réellement la notion de création de valeur. Aucune ne mentionnait d'hypothèse, ne précisait la méthode de calcul ni n'accompagnait les chiffres de commentaires sur leur importance. Nous avons donc un devoir de contribuer à l'amélioration de la communication.

Nous avons refusé une première approche consistant à imposer une méthode de calcul normalisée. Tout d'abord, il n'existe pas une méthode unique mais de multiples concepts qui sont complémentaires. De plus, la COB n'est pas un organisme de normalisation comme peut l'être le Conseil national de la comptabilité ou l'Ordre des experts-comptables. Nous estimons qu'il revient aux experts de se réunir afin de faire converger ces concepts et peut-être, demain, d'élaborer une norme. Il faut prendre le temps nécessaire à cette élaboration. La mission de la COB consiste à encadrer les travaux, à partir des concepts utilisés, qui sont évolutifs, et peut-être à ajouter des facteurs nouveaux, comme les questions d'éthique qui sont cependant difficiles à traduire en chiffres. La COB doit surtout

définir des critères de qualité de l'information financière.

Nous en avons retenu trois pour ce qui concerne la création de valeur. Premièrement, l'information doit être "traçable". L'actionnaire doit être à même de connaître la méthode de passage des comptes certifiés au mécanisme de calcul de création de valeur. Deuxièmement, les méthodes utilisées doivent avoir une certaine permanence. Les comparaisons dans le temps sont impossibles si la méthode de calcul change tous les ans. Cette permanence des méthodes nécessite en cas de changement de méthode d'effectuer des calculs pro forma sur les données passées afin de les comparer aux données actuelles. Enfin, il est important de ne pas mélanger les différentes notions. De leur point de vue, les actionnaires sont surtout intéressés par une mesure de la création de richesse boursière par l'entreprise, tenant compte des dividendes distribués et de l'appréciation du capital investi par l'actionnaire. En revanche, l'élaboration d'un outil de gestion permettant de mesurer la performance du management à travers celle de l'entreprise, incluant la consommation des fonds propres et la rentabilité des capitaux employés, relève d'une mécanique beaucoup plus complexe. Je vous renvoie au site Internet de la COB (www.cob.fr) pour de plus amples informations sur l'élaboration des méthodes de mesure de la performance. Certes, l'information, pour l'actionnaire, doit être simple mais il ne doit pas non plus y avoir contradiction entre les outils de gestion et les outils de communication. Il est donc important de relativiser la communication sur la création de valeur si elle n'est pas réellement entrée dans les mœurs du management.

Pascal HENISSE

Depuis 1999, avez-vous constaté une amélioration dans l'appropriation de ce concept par les entreprises ? Remarquez-vous une certaine homogénéité ?

Philippe DANJOU

Les recommandations de la COB datent seulement d'avril 2001, il est donc encore tôt pour identifier leur impact. Nous attendons l'année 2002 et la publication des comptes 2001 des entreprises. Il faut leur laisser le temps nécessaire pour digérer ces recommandations. La mode de la création de valeur n'est pas passée, elle continue mais notre recommandation n'a pas encore eu le temps de favoriser une plus grande rigueur dans les entreprises. Les demandes d'informations qui nous parviennent sont encore rares. En outre, l'application de ces recommandations relève d'un simple bon sens comptable. Il faut, pour cela, comprendre l'activité réelle de l'entreprise et surtout que le management s'approprie cette démarche.

Communiquer sur la création de valeur

Martine CHARBONNIER

Bien que côtoyant au quotidien des responsables de sociétés cotées, j'ai le sentiment de n'être qu'un observateur candide. La mesure de la création de valeur est-elle utilisée dans les entreprises ? Si tel est le cas, comment l'est-elle ? En fait, il existe plusieurs façons d'utiliser ce concept. Du point de vue de l'entreprise, l'évolution du bénéfice net par action constitue un outil de mesure de la création de richesse. A ce titre, toutes les sociétés cotées indiquent au moins un élément de mesure de création de valeur, même s'il est plus ou moins pertinent. Toutefois ce faisant, elles ne font que rarement le lien avec la notion même de création de valeur. La rentabilité des capitaux investis donne également une idée de la création de valeur dans l'entreprise mais un petit nombre de sociétés emploient ce terme dans leur rapport annuel. Je n'en citerai que deux, Dexia et Accor, qui consacrent chacune un paragraphe à ce sujet. D'autres se contentent de mentionner quelques ratios sans commentaires. Tous les rapports qui abordent le sujet demeurent très techniques. Or ce concept n'est pas forcément à la portée de tous les investisseurs. Le taux de rentabilité interne de l'action est un concept plus aisé à appréhender, notamment pour les actionnaires individuels.

Les entreprises communiquent généralement sur la création de valeur en trois grandes occasions. Lors de leur introduction en bourse, le concept est utilisé afin de convaincre les investisseurs potentiels que l'entreprise a adopté une stratégie de croissance rentable. Pour cela, les entreprises fournissent de nombreux tableaux Excel dont l'intérêt intrinsèque doit être relativisé. En outre, les projets présentés sont généralement à très court terme. La publication du rapport annuel constitue une deuxième occasion de communiquer sur ce sujet mais le fait est encore rare. Enfin, la troisième

occasion est constituée par les opérations de croissance externe. C'est surtout dans de telles occasions que les entreprises parlent de création de valeur. Le concept est alors utilisé pour justifier les éventuelles dilutions ou concentrations de capital. Ces opérations posent clairement la question de la création de valeur mais il faut connaître tous les éléments. Récemment, Euronext a acquis LIFFE. Nous n'étions pas certains d'avoir tous les éléments en main mais nous avons tout de même étudié l'impact de cette acquisition sur le résultat net de l'entreprise.

Enfin, la création de valeur peut avoir un impact sur le cours de bourse. Lorsqu'une entreprise réalise une opération de croissance externe, sa communication influence fortement le cours, les investisseurs corrigeant leurs propres estimations en fonction des informations communiquées. Nous pouvons aisément en mesurer les effets. A long terme, la mesure de la création de valeur participe à l'évaluation de l'entreprise. Je ne saurais dire quelle est la part, dans le cours de bourse, de la mesure de la création de valeur et de l'appréciation de la qualité du management. La création de valeur constitue un formidable outil de gestion mais pas de communication. C'est pourquoi il est nécessaire de normaliser les méthodes de calcul, ce qui ne signifie pas qu'il soit nécessaire de les sophistiquer à outrance. Nous devons éviter de sombrer dans le même écueil que le tableau pluriannuel des flux qui constitue un bel exemple de théorie d'une rare complexité. Finalement, cette complexité le rend peu efficace en matière de gestion. Au contraire, il tend à réduire la capacité du management à réagir.

Pascal HENISSE

Euronext a récemment réalisé deux importantes opérations, son introduction en bourse et une opération de croissance externe. Au cours de ces opérations, comment avez-vous perçu les attentes des investisseurs par rapport à la création de valeur ?

Martine CHARBONNIER

Nous exerçons un métier qui est particulièrement peu connu des investisseurs. Lors de notre introduction en bourse, nous avons surtout communiqué sur la rentabilité de notre société et expliqué, comme toute entreprise réalisant une telle opération, notre ambition d'améliorer encore notre rentabilité grâce à cette opération. L'acquisition du LIFFE a donné lieu à des questions plus nombreuses de la part des investisseurs. Ils nous ont demandé d'afficher le prix de l'acquisition mais nous n'avons pas constaté de demande forte sur la création de valeur. Normalement, les analystes financiers effectuent leurs propres calculs.

Pascal HENISSE

Monsieur Pansard, en tant que spécialiste des opérations de fusion et d'acquisition, notamment dans les sociétés non-cotées, vous avez certainement utilisé le concept de création de valeur à l'occasion d'opérations de rapprochement, par exemple.

Jean-François PANSARD

Même si les communications précisément consacrées à la création de valeur sont peu nombreuses, tous les analystes appliquent ce concept, par exemple en calculant le taux de rentabilité interne d'une entreprise. Ce concept est connu depuis longtemps. En revanche, la création de valeur proprement dite n'est pas souvent évoquée. Pour une société non-cotée, l'application de cette notion passe par une phase d'apprentissage. Du point de vue des professionnels, le passage d'une lecture comptable de l'activité à une lecture économique est plus délicat, souvent mal accepté mais en fait inévitable lorsqu'il s'agit d'avoir un dialogue avec le plus grand nombre d'entreprises.

La création de valeur ne suit pas une mode. La diffusion du concept est telle que la vitesse à laquelle il se répand est difficile à mesurer. Ce concept ne constitue pas une nouveauté, du moins selon une approche macroéconomique. Cependant, il est plus difficile de traduire en termes de microéconomie, c'est-à-dire à l'échelle des entreprises.

Un outil à trois niveaux

Denis DUBOIS

Je conseille depuis plusieurs années une entreprise qui s'était fixée un objectif important de développement mais disposait de peu de ressources. Dans son secteur, chaque franc de chiffre d'affaires impose au minimum un franc d'investissement.

La notion de création de valeur est un outil à trois niveaux d'utilisation. Le premier niveau est celui du pilotage. La mesure de création de valeur permet d'analyser l'activité de l'entreprise mais aussi de mesurer la qualité des relations que celle-ci entretient avec ses clients ou ses partenaires financiers. Elle sert également d'outil de contrôle de gestion, surtout si, dans l'entreprise concernée, la délégation des responsabilités est forte. Cette mesure assure le respect des exigences de gestion en termes de rémunération du risque et de rentabilité des capitaux engagés. Elle permet de déterminer la quantité de fonds propres qui doit être consommée en fonction du risque pris. Plus l'entreprise est de taille modeste et plus elle doit faire preuve de rigueur en la matière. En effet, plus la ressource est rare et plus elle doit être utilisée avec parcimonie et efficacité. Dans un grand groupe en revanche, la quantité de fonds propres consommés est plus aisée à gérer car la taille de la structure favorise un certain "amortissement" des risques. L'approche en terme de création de valeur permet de fixer l'exacte consommation de capital selon les métiers de l'entreprise. Les personnes chargées du pilotage peuvent ainsi s'assurer que le capital consacré à un métier donné est suffisant. Enfin, en tant qu'outil de pilotage, la création de valeur permet d'analyser le risque qui joue un rôle déterminant.

La mesure de la création de valeur constitue également un outil de négociation. Auparavant, selon une approche commerciale classique, une entreprise ne pouvait pas proposer des prix supérieurs à ceux pratiqués par ses concurrents. Elle pouvait choisir de sous-traiter une activité de production, ce qui lui permettait de transférer le risque sur le sous-traitant. La création de valeur introduit un élément de valorisation du risque qui permet de justifier un prix de vente plus élevé du fait du risque plus élevé que prend l'entreprise. Prenons l'exemple d'un contrat de location de véhicule. Ce contrat est d'autant plus risqué qu'il porte sur une durée courte. Inversement, s'il porte sur une durée longue, le risque diminue, ce qui justifie une baisse du prix. Ainsi si le client choisit la sous-traitance, donc le transfert de risque, l'approche en terme de création de valeur permet de s'assurer que le risque a bien été inclus dans le prix de vente et dès lors rémunéré à sa juste valeur.

Le troisième niveau d'utilisation est celui d'outil de contrôle. Il est impossible de déléguer les responsabilités du management sans s'assurer que les managers respecteront la règle du jeu, notamment la rémunération des capitaux mis à leur disposition. La mesure de création de valeur permet de valider a posteriori le comportement du management. Dans le cas d'une opération de croissance externe, selon mon exemple du début, elle permet non seulement de contrôler l'équipe nouvellement reprise mais également de mesurer la performance comptable de l'entreprise rachetée. Nous avons ainsi décidé de créer des structures nouvelles d'exploitation reprenant l'ensemble des activités de la société cible, les investissements nécessaires à cette activité n'étant pas transférés. Autrement dit, la structure d'acquisition conserve les immobilisations nécessaires à l'activité de ses filiales d'exploitation. En contrepartie, la rémunération des capitaux engagés et même les provisions pour risque font l'objet de facturation de loyers aux filiales qui les exploitent. Par les flux financiers représentés par ces loyers, le management de cette équipe connaît, donc à chaque instant, l'exigence de cash-flow de la société mère, quels que soient les effets de la fiscalité ou des amortissements. Réciproquement, la société mère pouvait récupérer les fonds nécessaires pour assurer la rémunération des capitaux investis mais aussi pour provisionner les risques liés à cette activité et finalement rembourser le capital engagé dans l'acquisition de cette filiale. Il suffit de changer d'instrument pour passer d'un outil comptable à un outil financier, par exemple passer de la notion de dividende à une notion de loyer économique. C'est une approche intéressante à développer.

Pascal HENISSE

Pensez-vous que cette méthode a abouti à une meilleure appréciation et une meilleure maîtrise du risque ?

Denis DUBOIS

L'appréciation est probablement plus fine. Il est certain que nous obtenons ainsi une meilleure perception, dans l'entreprise, de l'exigence de consommation de fonds propres et donc de rendement. En matière de risque, rien n'est jamais totalement maîtrisé dans une entreprise. Si une entreprise

souhaite exercer une maîtrise totale du risque, il lui faudrait entièrement transférer ce risque à des tiers, ce qui est bien sûr irréalisable.

Débat

Pascal HENISSE

Jacques Potdevin, quelle est votre vision d'une norme de création de valeur dont on attend généralement qu'elle soit universelle, transparente et fiable ? J'ai l'impression que nous sommes encore loin du compte.

Jacques POTDEVIN

Nous assistons à une grande convergence des points de vue autour de cette table, au contraire de l'an dernier. Fondamentalement, la question à laquelle il est difficile de répondre consiste à savoir pourquoi, sur un continent comme l'Europe, nous nous sommes autant éloignés de cette notion ancestrale qui veut que nous ne puissions mesurer le rendement d'une entreprise que d'après une rente résiduelle, postérieure à la rémunération des capitaux investis. Nous avons oublié ce concept simple et évident que nous utilisions encore récemment. Ce matin, Jean-François Pansard suggérait que les phénomènes inflationnistes, en s'ajoutant au coût des capitaux, avaient peut-être éludé cette réflexion. Nous sommes revenus ensuite à une inflation raisonnable et raisonnée mais nous avons oublié ce concept au profit d'autres systèmes plus simples mais guère satisfaisants. L'administration n'a conservé que les systèmes favorisant un régime élevé dans certaines structures. Jacques Tierny nous explique qu'il est pourtant possible d'y arriver.

Bien sûr, le concept est complexe mais parce que nous le rendons tel. Plus vous descendez dans les différents niveaux d'une entreprise et plus la notion de création de valeur se simplifie par la simplification même des structures considérées. Par conséquent, si vous raisonnez sur une entreprise simple et n'ayant qu'un seul produit, le calcul de création de valeur est extrêmement aisé. Vous réaliserez que si vous descendez au dernier étage de l'organisation, vous arrivez à des notions tout à fait explicables à un chef d'entreprise à partir des concepts de free cash flow, de capital investi et de rémunération du risque. Ainsi, la mesure de la création de valeur intéresse tous les types d'entreprises. Evidemment, plus l'entreprise est sophistiquée et plus les systèmes se compliquent. Ainsi, dans le cas de la sous-traitance, le transfert du risque n'a pas directement pour but de réduire le coût de production mais davantage de diminuer la rémunération du capital investi. Nous avons donc une nouvelle approche, passionnante, de nos systèmes économiques de régulation.

Comme le remarquait Philippe Danjou, les systèmes actuels sont encore trop évolutifs pour être aisément normalisés. Nous devons construire des modèles pierre après pierre. Cet après-midi, la CCEF a tenté de fournir, au travers d'un module de calcul et de quelques principes, des pistes de réflexion permettant à chacun de mesurer la création de valeur. L'important, pour une norme, est de pouvoir comparer des indices sectoriels de mesure de création de valeur. Dans le cas contraire, seule l'évolution de l'indice présente un intérêt. Si l'indice respecte les règles de traçabilité et d'éthique évoquées, alors peu importe qu'il soit d'une rigueur absolue puisqu'il suffira de mesurer son évolution et peut-être d'expliquer aux entrepreneurs que le résultat, composé de divers éléments plus ou moins réels et normés, recouvre en fait une notion simple. Le fait de revenir à des concepts fondamentaux tels que le retour de capital, la rémunération et la rente résiduelle issue de l'activité, constitue une démarche simpliste que nous pouvons compliquer à loisir. Comme en Formule 1 commençons par une démarche simple avec des véhicules qui nous conduisent gentiment d'une ville à l'autre avant de nous imaginer pilotes de voitures de course. La CCEF vous propose quelques leçons de conduite et vous permettra, au travers de sessions de formation, d'appréhender différents concepts, non dans le but de créer une norme mais de s'assurer que, lorsqu'une norme s'imposera, elle sera facilement comprise.

Pascal HENISSE

Comment l'entreprise Michelin a-t-elle diffusé son modèle à des milliers de personnes ? Avez-vous intérêt, malgré la concurrence, à rendre publique votre méthode d'évaluation ?

Jacques TIERNY

En 1998, j'ai écrit un article décrivant cette méthode, ce qui montre que nous n'avions pas peur de partager ce modèle. La création de valeur est l'unique critère, selon moi, permettant de fonder des décisions économiques correctes. Elle se calcule très bien dans un univers inflationniste. La chute de l'inflation n'est donc pas responsable du changement à l'égard de la création de valeur. En 1917, nous préférons gagner dix millions de dollars en engageant cent millions qu'en engageant cent cinquante millions. Désormais, nous préférons gagner dix millions en engageant cent vingt millions de dollars sans risque qu'en engageant cent millions dans un projet risqué. Ce sont l'appréhension et les nouvelles méthodes d'évaluation du risque qui ont favorisé l'utilisation plus pertinente et plus juste du concept de création de valeur.

Les financiers doivent éclairer les décisions d'investissements. Si nous nous trompons, l'entreprise est pénalisée pour vingt ans. Plaçons-nous dans le cas, par exemple, d'un plan social. L'entreprise propose de délocaliser la production, ce qui entraînera des licenciements mais également un certain gain sur les prochaines années. Il y a une différence entre actualiser au coût du capital à 15 % après impôt ou à 5 %. Si mon taux est de 5%, je conseillerai de procéder au plan social. En revanche avec 15 %, je suggérerai de chercher une autre solution. Je risque, en me trompant, de conduire à des licenciements et aussi détruire de la valeur pour les actionnaires, ce qui est très grave.

Madame Charbonnier a parlé d'outil sophistiqué. La mesure du risque me semble suffisamment sophistiquée mais il faut faire attention aux retraitements comptables. Par exemple, les normes comptables nous conduisent désormais à intégrer les crédits-baux au bilan consolidé. Pourquoi voudriez-vous les retraiter ? De même, si vous pratiquez un amortissement économique, vous allez me forcer à fermer une usine ancienne alors qu'il est probablement plus intéressant de la conserver que d'en ouvrir une neuve, du point de vue de la création de valeur. La comptabilité est un outil strictement défini qui repose sur des éléments objectifs connus et surtout qui se recoupe avec la caisse. Je vous engage à avoir une comptabilité pertinente nécessitant le moins de retraitements possible.

Philippe DANJOU

Si nous n'avons pas parlé des actionnaires en France, pendant trente ans, c'est parce qu'ils n'existaient pratiquement pas en tant qu'instruments de pouvoir. Les fonds de pension étrangers ont replacé l'actionnaire sur le devant de la scène, les actionnaires français ont accompagné le mouvement. En outre, la place financière a longtemps eu à sa disposition un nombre limité d'outils de gestion sophistiqués. A présent, les entreprises cotées disposent d'outils permettant de gérer facilement les augmentations et surtout les réductions de capital. L'émission d'obligations de tous types est plus facile. Ces outils permettent de s'intéresser aussi bien à l'actif qu'au passif, donc au mode de financement des projets. Une entreprise moderne gère aussi bien le rendement d'un investissement en fonction de son financement qu'en fonction de la rentabilité de l'actif. Ces outils modernes rendent d'autant plus nécessaire l'utilisation d'un outil de mesure de la création de valeur car ils fournissent des leviers faciles à mettre en œuvre mais générant peut-être des effets pervers. Par exemple, il suffit, en apparence, de s'endetter davantage plutôt que d'utiliser les fonds propres pour améliorer la création de valeur. Patricia Charletty a écrit un article, dans la Revue d'Economie Financière, sur les dérives et les dysfonctionnements de la création de valeur.

Pascal HENISSE

Denis Dubois, vous évoquez souvent le seuil de rentabilité de 15 %. Le fait de parler de création de valeur ne revient-il pas à sacraliser ce chiffre, favorisant une gestion des entreprises à courte vue ?

Denis DUBOIS

Tout dépend de la base de calcul de ces 15 %. Plus l'entreprise dégage de richesse et plus elle élève le seuil de rentabilité exigible des investissements futurs si elle souhaite conserver un seuil égal de rentabilité. Selon une vision légèrement pervertie, une entreprise devrait maintenir une telle rentabilité sur un horizon infini, conservant ainsi une sorte de rente, ce qui est impossible à long terme. A un moment donné, la rente disparaît naturellement du fait de l'expérience acquise par la concurrence.

Supposons qu'une entreprise investisse 100 dans un actif espérant un revenu de 10, équivalent au coût du capital exigé par le marché, mais dégage en fait un revenu de 20 ; le nouvel actionnaire qui s'intéresse à cette entreprise achètera probablement l'action sur une base de valorisation égale à 200 considérant un revenu de 20 produisant ainsi un rendement de 10% sur la valeur de marché ou 20% sur l'actif économique. Cette entreprise devra donc conserver un rendement de 20% de son actif économique si elle souhaite éviter de détruire de la richesse pour le second investisseur, c'est à dire maintenir son avantage compétitif ce qui est possible sur un marché nouveau mais très difficile après l'arrivée de concurrents. Peut-on affirmer que l'investissement produisant à terme un revenu qui repasserait à 10, assurant ainsi au premier investisseur le rendement requis à l'origine, est détruit de la valeur ?

Il faut donc déterminer la base à partir de laquelle est mesurée la création de valeur et en particulier l'horizon sur lequel est établie cette mesure. Le danger est de focaliser la création de valeur sur des mesures de court terme, n'intégrant pas l'horizon des cycles d'investissement sur lequel sera dégagé le revenu anticipé. Or le processus de création de richesse par une entreprise n'est ni linéaire, ni immédiat. Dans le secteur immobilier, les promoteurs pouvaient omettre de prendre en compte dans la fixation de leur prix de revient les coûts annexes liés par exemple aux coûts de terminaison, par exemple la voirie. Ainsi, les dernières maisons devaient être vendues dix fois plus cher que les premières pour que le projet s'équilibre. Il faut pouvoir identifier tous les risques liés au projet pour mesurer la juste création de valeur, ce qui n'est possible qu'une fois conclu le cycle complet de l'investissement.

Martine CHARBONNIER

Ces conseils seront difficiles à suivre, les investisseurs étant de plus en plus court-termistes. Je me demande si tous ces instruments demeurent compatibles avec la réactivité nécessaire à la conduite de projets. Dans les décisions d'investissement, le modèle utilisé par Michelin améliore-t-il la réactivité de l'entreprise ?

Jacques TIERNY

Pour une société cotée, je sais mesurer rapidement la rentabilité passée et les éléments susceptibles d'influer sur les risques. Je peux procéder par comparaison des actifs suivant leurs risques respectifs, la structure financière n'ayant pas à intervenir dans la valorisation. Nos outils nous permettent aussi d'estimer en un quart d'heure le prix d'une société non-cotée et d'en extrapoler la rentabilité sur la base du résultat courant.

Denis DUBOIS

La connaissance intime d'un secteur d'activité permet d'évaluer précisément le risque. Malheureusement, nous ne disposons pas toujours des informations caractérisant le risque spécifique à une entreprise. Dans une mission classique d'expertise, j'ai besoin d'autres éléments d'information que la seule information comptable. C'est l'appréciation des risques industriels et commerciaux qui prévaut pour obtenir une bonne mesure du coût du capital associé à l'activité rachetée. Il faut donc être très attentifs aux éléments caractérisant ces risques. La fragilité des PME vient du fait qu'elles n'ont souvent qu'une seule activité ou un seul client. De ce fait, l'exigence de rendement du capital est beaucoup plus élevée que pour des grands groupes industriels, à secteur d'activité équivalent.

Conclusion

Jacques POTDEVIN

Notre objectif était de montrer que la mesure de création de valeur ne constituait pas uniquement un outil de communication pour les sociétés cotées mais également un outil de gestion quotidienne d'autant plus facile à appliquer que l'entreprise est de taille modeste. Notre ambition est de vous fournir des outils pratiques qui, pour des raisons techniques, ne seront accessibles qu'à partir du

15 décembre sous forme de CD-ROM ou directement sur le site de la CCEF, moyennant un mot de passe. Nous avons également l'espoir de vous conférer ainsi une avance sur vos collègues et confrères, la CCEF restant ce laboratoire technique dans le cadre duquel nous avons le plaisir de nous retrouver.

Je remercie tous ceux qui ont parrainé cette journée, les institutions, le Conseil Supérieur de l'Ordre des experts comptables, le Conseil régional de l'ordre de Paris Ile de France, la Chambre des Notaires de Paris, le Barreau de Paris, la Compagnie Nationale des Professionnels du Patrimoine et nos intervenants de grande qualité qui se produisent habituellement sur des scènes plus prestigieuses. Je vous remercie d'avoir pris le temps de nous faire partager votre intérêt pour les sujets que nous avons évoqués. Je remercie également Nicole Powilewicz et Sylvie Latté pour leur travail remarquable. Je quitte la présidence de la CCEF avec une grande émotion car j'y ai rencontré des personnes formidables. Je suis certain que, sous l'impulsion de mon successeur, cette association continuera de porter haut le drapeau de la compétence.