

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE MOULOD MAMMARI DE TIZI OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET
DES SCIENCE DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES DE GESTION

Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de
Magister en Sciences de Gestion

Option : Management des Entreprises

Thème :

Création, Mesure et Management de la Valeur
Actionnariale

Cas du groupe Danone

Réalisé par : M^{me} BENNAFA Fariza

Jury composé de :

Président : M^f GUENDOUDI Brahim, Professeur à l'UMMTO

Rapporteur : M^f BIA Chabane, Professeur à l'UMMTO

Examineurs :

M^{me} ARABI Kheloudja, MC/A à l'université de Bejaia

M^f OUALIKENE Selim, MC/A à l'UMMTO.

Date de soutenance : 10/11/2015

A :

- ❖ *Mes très chers parents, exemple et véritable source d'espoir, d'affection et de courage, merci et que Dieu vous garde pour moi.*
 - ❖ *Mon adorable fille Ayline et mon cher mari Mohand.*
 - ❖ *Mes très chers et adorables frères et sœurs : Nabila, Nawel, Seddik, Billal et Amine ainsi que Yasmine.*
 - ❖ *Ma chère belle-mère, pour son soutien et sa compréhension*
 - ❖ *Ma famille, mes amies et tous ceux qui sont proches à mon cœur.*
-

Remerciements

Un travail de recherche est une entreprise de longue haleine, faite de périodes d'espoirs et de doutes. Je tiens à exprimer mes sincères reconnaissances et mes vifs remerciements à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Mes remerciements vont d'abord à mon promoteur le professeur Bia Chabane qui a cru en moi et a su me guider et me faire progresser tout au long de ce travail de recherche, tout en me laissant la liberté dont j'avais besoin.

Je remercie également les membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer mon travail.

Sommaire

Introduction générale01

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur actionnariale

Section 1 : La création de valeur : concepts et fondements 06

Section 2 : Gouvernance d'entreprise et création de valeur actionnariale 15

Section 3 : Théories de la firme et création de valeur actionnariale 24

Chapitre 2 : La mesure de la création de valeur actionnariale

Section 1 : La rentabilité des capitaux investis.....39

Section 2: Estimation du coût des capitaux investis..... 49

Section 3 : Les modèles de mesure de la création de valeur actionnariale 59

Chapitre 3 : Le management par la valeur financière

Section 1: Les concepts de base du Value Based Management (VBM) 75

Section 2 : Les implications de la création de valeur actionnariale sur la stratégie 96

Section 3 : Décisions financières et création de valeur actionnariale 111

Chapitre 4 : Analyse et mesure de la création de valeur actionnariale au sein du groupe Danone

Section 1 : Présentation du groupe DANONE 128

Section 2 : Gouvernance, stratégie et création de valeur au sein du groupe DANONE 136

Section 3: Mesure de la création de valeur par le groupe DANONE 149

Conclusion générale 170

Bibliographie

Liste des tableaux, graphiques et figures

Annexes

Table des matières

*L'université de Mouloud Mammeri n'entend
donner aucune approbation ni
improbation aux opinions
émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent
être considérées comme propres à leur auteur.*

Introduction Générale

Au cours des dernières décennies, des transformations multiples ont affecté le capitalisme financier et ont donné un nouveau relief à la création de valeur pour les actionnaires. La montée en puissance des marchés financiers et l'apparition du modèle « *Shareholder* » qui positionne l'intérêt des actionnaires au cœur des préoccupations des entreprises, ont orienté les choix stratégiques de ces dernières vers la création et la maximisation de la valeur actionnariale. Sans aucun doute, cette logique a largement influencé la conduite et la stratégie des entreprises qui font preuve d'ingéniosité pour faire face à la concurrence et rester compétitives aussi bien sur le marché des biens et services que sur celui des capitaux où la concurrence est toute aussi bien rude, si ce n'est plus.

La création de valeur actionnariale évoque l'idée que l'entreprise, par son activité, s'enrichit, c'est-à-dire enrichit ses actionnaires qui en sont les propriétaires. Les actionnaires et les investisseurs potentiels attachent une très grande importance à cette création de valeur, dont l'anticipation constitue une variable importante dans leur processus de sélection des investissements. A ce titre, les anticipations sur la création de valeur jouent un rôle prépondérant dans la formation des prix sur les marchés, et par là même dans l'allocation des ressources en capital. Les apporteurs de capitaux attendent des entreprises dans lesquelles ils investissent qu'elles valorisent de façon constante leurs actifs et qu'elles rentabilisent les investissements réalisés.

Les entreprises ont ainsi réorienté leur gestion vers la satisfaction de leurs actionnaires en raison de l'importance prise par le thème de la valeur, lui-même véhiculé par l'accroissement des exigences de rentabilité et de valorisation des actionnaires. En effet, l'hégémonie actionnariale a donné lieu à une sorte de convention boursière sur le taux de rentabilité financière que toute entreprise devrait dégager et qui est de l'ordre de 15%. Les entreprises doivent se donner tous les moyens et n'épargner aucun effort afin de dégager un taux de rentabilité au moins égal à celui que le marché lui a fixé sous peine d'être désertée par ses actionnaires pour un meilleur emploi de leurs ressources.

L'évaluation de la rentabilité dégagée par l'entreprise ainsi que sa valeur de marché sont basées sur les informations communiquées par l'entreprise et plus précisément l'information comptable. Il est ainsi demandé aux entreprises de fournir aux apporteurs de ressources financières une information axée sur les deux dimensions clés constitutives du couple risque/rentabilité de leur investissement ; à savoir d'une part l'identification de la valeur créée par l'activité et d'autre part, une valorisation de l'entreprise reposant non plus principalement sur une optique de poursuite de l'activité mais sur la base de la liquidité. De surcroît, les investisseurs souhaitent disposer d'une information fiable, pertinente et comparable quelles que soient l'entreprise et sa nationalité.

Ces exigences ont conduit à l'apparition des nouvelles normes comptables internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) qui privilégient les attentes des actionnaires et qui évaluent les actifs de l'entreprise non pas sur la base de leur coût historique mais plutôt sur celle de leur valeur de marché (*Fair Value*). Il s'agit en quelque sorte pour l'information délivrée par le système comptable de permettre aux

actionnaires de calculer avec la plus grande fiabilité le taux de rendement des capitaux investis ainsi que le prix qu'ils peuvent récupérer s'ils venaient à vendre leurs actions. Cette primauté donnée aux investisseurs relève d'une vision purement anglo-saxonne où le marché financier est prégnant et où le destinataire privilégié de l'information comptable reste l'actionnaire.

- **Problématique:**

Avec l'émergence du « capitalisme actionnarial », on est passé du modèle « *Stakeholders* » qui concevait l'entreprise comme une communauté d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et salariés, au modèle « *Shareholder* » qui consacre les pleins pouvoirs aux actionnaires et qui fait de la création de valeur actionnariale, notamment formalisée par le modèle EVA (*Economic Value Added*), son indicateur ultime de performance. Le rôle assigné à la gouvernance d'entreprise est plus que jamais d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires à l'aide de leviers incitatifs et de mécanismes de contrôle. Nous tenterons à travers notre mémoire de répondre à la problématique suivante :

Quelles sont les implications du modèle de gouvernance axé sur la création de valeur actionnariale sur la conduite des firmes ainsi que sur les pratiques managériales. En particulier, sur quels leviers le management s'appuie-t-il pour optimiser cette valeur et quelles méthodes utilise-t-il pour la mesurer ?

Afin de répondre à cette problématique, nous nous sommes posé les questions suivantes :

- Qu'est-ce que la création de valeur et quels sont les facteurs qui ont favorisé son émergence ?
- Comment est-ce que les entreprises et les analystes financiers mesurent cette création de valeur et comment l'interprètent-ils ?
- Comment est-ce que le management par la valeur contribue à la création de valeur actionnariale et sur quels leviers s'appuie-t-il ?
- La création de valeur actionnariale reflète-t-elle un enrichissement réel de l'entreprise ou est-elle exclusivement soumise aux jugements subjectifs des analystes financiers ?

- **Méthodologie de recherche :**

Comme tout travail de recherche, la validation empirique des hypothèses de la recherche nécessite le passage par une étude sur le terrain permettant d'apporter des éléments de réponse aux questions posées dans la problématique. Nous avons ainsi choisi de suivre une démarche empirique basée sur une étude de cas unique et ce grâce à une analyse qualitative et quantitative des données collectées. Pour ce faire, notre choix s'est porté sur l'un des leaders de l'agroalimentaire au niveau mondial ; le groupe DANONE. Nous allons ainsi étudier le management par la valeur financière au sein du groupe puis nous procéderons à la mesure de la valeur actionnariale créée par le groupe sur une période de quatre ans.

Notre collecte des données a été effectuée à partir des rapports d'activité du groupe qui sont téléchargeables intégralement, mais uniquement à partir de l'année 1996. Un complément de données a été recherché dans les articles de presse et recueil des interviews des dirigeants du groupe Danone.

- ***Le choix du thème :***

Le choix du thème est justifié son importance pour l'entreprise ; la problématique de la création de la valeur pour l'actionnaire est au cœur des préoccupations de toute entreprise. Une entreprise doit savoir comment créer cette valeur et détecter les éléments susceptibles d'affecter la valeur boursière afin d'éviter de la détruire lors de mouvements stratégiques majeurs ou à cause de mauvaises décisions financières et opérationnelles. L'entreprise ne peut ignorer cette contrainte car elle serait immédiatement rappelée à l'ordre par le marché au travers d'une dépréciation du cours en bourse et d'un manque de financement qui ne manquera pas d'avoir de mauvaises répercussions sur le marché des biens et services.

- ***La structure du mémoire :***

Pour réaliser notre travail, nous avons scindé notre mémoire en quatre chapitres. Les trois premiers chapitres sont consacrés aux développements théoriques de la création de valeur actionnariale. Le troisième chapitre traitera le cas du groupe Danone.

Le premier chapitre est consacré aux fondements théoriques de la création de valeur actionnariale. Il développera les définitions des concepts clés liés à la création de valeur, les facteurs qui ont été à l'origine de l'émergence du modèle *Shareholder*, les différents mécanismes de gouvernance mis en place pour contraindre les dirigeants à agir dans le sens des intérêts des actionnaires ainsi que les théories mobilisées pour justifier la primauté de la valeur actionnariale sur celle des autres parties prenantes. Le deuxième chapitre quant à lui présentera les aspects pratiques et les outils techniques nécessaires à la mesure de la création de valeur. On abordera ainsi le calcul du coût et de la rentabilité des capitaux investis pour arriver aux modèles de mesure de la création de valeur actionnariale. Enfin, le troisième chapitre sera consacré au management par la valeur financière et mettra l'accent sur l'impact de son adoption sur la stratégie d'entreprise ainsi que sur les leviers financiers permettant d'augmenter cette création de valeur.

Le quatrième et dernier chapitre est réservé à l'étude pratique de la création de valeur actionnariale au sein du groupe Danone. Après une présentation du groupe et de ses activités, nous analyserons son système de gouvernance, sa stratégie ainsi que quelques éléments liés à son management de la valeur. Nous mesurerons enfin la création de valeur en son sein au cours des quatre dernières années pour faire ressortir les activités créatrices de valeur.

Chapitre 1 :
Les fondements théoriques de
la création de valeur
actionnariale

Introduction au premier chapitre:

La création de valeur actionnariale est devenue en quelques années un élément essentiel de la culture managériale de nombreuses entreprises à travers le monde et un nouveau produit des cabinets de conseils. Aux Etats-Unis, 65% de l'ensemble des grandes entreprises affirment qu'elles ont retenu comme objectif premier la création de valeur pour l'actionnaire¹. Cet objectif est atteint par l'obtention d'une rentabilité des capitaux investis dans les activités, supérieure au coût des ressources mobilisées pour les financer. Les modèles de création de valeur transposent en fait au niveau global de l'entreprise, les principes mis en œuvre dans la théorie financière du choix d'investissement.

La création de valeur actionnariale s'entend comme une représentation de la firme, dans laquelle les dirigeants sont au service des seuls actionnaires. Cette représentation s'incarne dans un mode d'organisation des pouvoirs dans la firme, c'est-à-dire dans un mode de gouvernance d'entreprise. Dans ce sens, la gouvernance est conçue comme l'ensemble des moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux s'assurent de la rentabilité de leurs capitaux.

Ce chapitre a pour objet d'éclairer les fondements théoriques de la création de valeur actionnariale. Dans la première section, nous développerons les concepts clés liés à la création de valeur actionnariale, les facteurs à l'origine de son émergence ainsi que son intérêt pour l'entreprise, les parties prenante et l'économie dans son ensemble. Nous aborderons ensuite au cours de la deuxième section le thème de la gouvernance d'entreprise et les différents mécanismes mis en place pour orienter les dirigeants vers la satisfaction de l'objectif de création de valeur actionnariale. Enfin, au cours de la troisième et dernière section, nous tenterons de trouver une justification à la primauté de la valeur actionnariale sur celle des autres parties prenantes, et ce grâce à un raisonnement microéconomique fondé sur le courant disciplinaire de la gouvernance.

¹C.Hoarau, R.Teller, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, P 01.

Section 1 : La création de valeur : concepts et fondements

1. De la valeur à la création de valeur :

Pour mal définie et polysémique qu'elle soit, la « création de valeur » est devenue un impératif catégorique de toute gestion d'entreprise. La première chose à faire, si l'on veut l'éclairer, est de recenser les multiples définitions de la valeur.

1.1. Définitions de la valeur :

1.1.1. Définition économique de la valeur :

Le concept de valeur, en économie renvoie à différentes significations qui renvoient aux enjeux théoriques dont elle est l'objet. La théorie objective de la valeur est développée par les classiques (essentiellement Smith, Ricardo et Marx). Objective parce que ces auteurs cherchent à trouver un critère objectif, valable en tout temps et en tout lieu, qui permette de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose.

Adam Smith distingue entre la valeur d'échange dont le fondement et la mesure résident dans le prix de marché, et la valeur d'usage qui renvoie à l'utilité. Cependant Smith va plus loin et constate que la valeur d'usage et la valeur d'échange ne sont pas corrélées: c'est le fameux paradoxe de l'eau et du diamant ; L'eau a une très forte valeur d'usage (elle est très utile), pourtant elle ne vaut rien (elle est peu chère) ; le diamant, pourtant inutile, a une très forte valeur d'échange.

Pour expliquer ce paradoxe, Adam Smith oscille, sans trancher véritablement, entre une théorie dite du travail « incorporé » (lorsqu'il cherche à comprendre comment se crée la valeur) et une théorie du travail « commandé » (où son problème est davantage de trouver comment mesurer la valeur créée). La théorie du travail incorporé explique que la valeur d'une marchandise est déterminée par la quantité de travail nécessaire pour la fabriquer. Celle du travail commandé établit que la valeur de cette marchandise est fonction de la quantité de travail que sa vente permet d'acheter. Le diamant est donc cher parce qu'il a fallu beaucoup de travail pour l'extraire et le tailler. Inversement, l'eau, facilement accessible et extractible, demandant peu d'heures de travail, est peu chère, bien qu'elle soit utile.

Le travail est donc la mesure réelle de la valeur échangeable de toute marchandise. Smith en déduit l'existence d'un « prix naturel » des biens, c'est-à-dire du prix qui permet de couvrir les coûts de production (qui sont, chez Smith, le salaire, le profit et la rente), mesurés en heures de travail.

- La valeur chez les marginalistes :

Contrairement à ce que prétendent les classiques, les marginalistes affirment que la valeur d'échange est directement corrélée à la valeur d'usage, que cette dernière en est même le fondement, et qu'elle dépend de l'utilité marginale, définie comme l'utilité d'un bien ou d'un service qu'un agent tirera de la consommation d'une unité supplémentaire.

Ainsi, l'eau a sans doute une utilité totale très forte mais elle a une utilité marginale très faible parce qu'elle est abondante. Les individus ne sont donc pas disposés à consentir à

des sacrifices importants pour l'obtenir. Le diamant a certainement une utilité totale plus faible que celle de l'eau, mais il a une utilité marginale bien plus élevée –en grande partie– parce qu'il est très rare. On est donc disposé à un sacrifice (un prix) plus élevé pour l'obtenir. Si l'on prend l'utilité marginale comme fondement de la valeur, le paradoxe disparaît.

- **La valeur chez les néoclassiques :**

Pareto finira par clôturer le débat de la valeur objective en le vidant complètement de son contenu : pour lui, la valeur d'échange d'un bien ne dépend de rien d'autre que de la volonté de ceux qui l'échangent, fixée librement par contrat, et déterminé au niveau global par la loi de l'offre et de la demande. Il n'y a donc absolument aucun intérêt à essayer de déterminer une valeur objective, puisque celle-ci diffère pour un même bien, selon le temps et le lieu. Il s'agit bien d'une approche subjective de la valeur, car l'offre et la demande s'ajustent elles-mêmes en fonction de l'utilité, qui dépend certes de la rareté mais aussi et surtout des préférences des consommateurs (leurs utilités). Ce qui revient à dire, finalement, que rien n'a de valeur, que tout a seulement un prix.

Avec le développement de la théorie néoclassique, l'analyse de la valeur d'un bien se réduit à son prix effectif observable dans l'échange et déterminé par la confrontation entre l'offre et la demande. La théorie de la valeur est abandonnée au profit d'une théorie des prix fondée sur la notion d'utilité procurée par les différents biens susceptibles de transactions marchandes².

1.1.2. Définition financière de la valeur :

La valeur financière a constitué depuis toujours le centre des réflexions menées par les économistes et les analystes financiers car elle représente le premier critère sur la base duquel les différentes décisions des dirigeants sont prises et appréciées. Dans le domaine de la finance, la valeur d'un actif physique ou financier est donnée par la valeur actualisée de tous les flux financiers espérés qu'il permet de générer.

$$V = \frac{F_1}{(1+t)^1} + \frac{F_2}{(1+t)^2} + \frac{F_3}{(1+t)^3} + \dots$$

La valeur d'une entreprise peut donc être définie comme la valeur nette actualisée des flux financiers dégagés par ses actifs (ou ses activités). Elle représente la richesse que cette dernière est potentiellement capable de créer.

1.1.3. La valeur pour l'actionnaire :

Pour un actionnaire, l'indicateur fondamental de richesse d'une entreprise n'est pas son résultat net, mais l'excédent de trésorerie dégagé par celle-ci. En effet, cet excédent de trésorerie est soit redistribué aux actionnaires sous forme de dividendes, soit il est réinvesti dans des projets rentables pour engendrer à son tour des flux de trésorerie futures, et dans ce dernier cas, les investisseurs et analystes financiers vont intégrer la perspective des flux de trésorerie à venir dans l'évaluation de l'action de l'entreprise.

²C.Hoarau, *Op. Cit.*, P 205.

L'actionnaire s'enrichit donc de l'excédent de trésorerie de deux manières ; soit sous forme de dividende immédiatement perçu, soit sous forme de plus-value qui n'est rien d'autre que la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Mais l'optimisation de ces deux variables ne peut pas s'effectuer simultanément. En effet, on ne peut pas distribuer toute la trésorerie aux investisseurs et espérer que la valeur du titre augmente ; En distribuant toute la trésorerie au détriment d'investissements rentables, l'avenir de l'entreprise ainsi que sa capacité à engendrer des flux futurs satisfaisants seraient pénalisés. La rétention de trésorerie excédentaire par rapport aux besoins d'investissement requis par le métier serait au pire dilapidées dans des dépenses improductives, et au mieux placée à un taux de rentabilité inférieur à celui qu'elle aurait obtenu en investissant dans son métier.

1.2. Définition de la création de valeur

La création de valeur se définit comme une rente que l'entreprise apporte aux pourvoyeurs de ressources de toutes natures. Cette dernière prend plusieurs significations selon les destinataires de celle-ci. On distingue principalement deux grandes approches, à savoir la « *Stakeholders Value* » et la « *Shareholder Value* ».

Le concept de création de valeur actionnariale ou *Shareholder Value Added (SVA)* s'insère dans une optique de gestion dite « moniste » (à l'inverse de la vision pluraliste) car elle considère que l'actionnaire, propriétaire de l'entreprise, doit seul être au centre de la politique générale de celle-ci et du coup, la valeur créée doit lui être exclusivement destinée.

La *Stakeholders Value*, ou la création de valeur pour les « parties prenantes », s'inscrit quant à elle dans une optique de gestion dite « pluraliste » où créanciers, clients, fournisseurs, employés, managers et actionnaires ont tous une part dans la valeur créée. Ce concept est proposé comme alternative à celui de valeur actionnariale par Charreaux et Desbrières (1998)³. Ces auteurs s'appuient sur le constat que la valeur actionnariale est réductrice car les décisions de l'entreprise produisent des effets pour l'ensemble des parties prenantes : les *Stakeholders* ou partenaires. Cette conception de la valeur élargie aux différents *Stakeholders* a l'intérêt de mettre en évidence que la création de valeur ne résulte pas seulement de l'apport de capitaux par les actionnaires mais plutôt des efforts conjugués de tous les partenaires.

2. Définition de la création de valeur actionnariale:

La création de valeur actionnariale⁴ est un concept nouveau dont la logique sous-jacente est inspirée d'une vieille notion développée par la théorie financière dans le choix des investissements. En effet, elle n'est rien d'autre que la VAN appliquée non pas à un projet d'investissement, mais transposée à l'échelle de l'entreprise ou du groupe dans son ensemble. Toutefois, pour créer de la valeur, il ne suffit pas que la VAN de l'entreprise soit positive. En effet, l'enjeu est plutôt de la maximiser et de procurer à l'actionnaire le maximum de

³G.Charreaux, P.Desbrières, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Revue *Finance-Contrôle-Stratégie*, n°2, juin 1998, P 57-88.

⁴Un ensemble de publications a contribué à la compréhension du concept de création de valeur actionnariale. Il s'agit essentiellement de « *Creating Shareholder Value* » d'Alfred Rappaport (1986) et de « *Valuation* », un best-seller de Tom Copeland et du cabinet McKinsey. Le développement de logiciels informatiques et de sites Internet a ensuite facilité l'application des principes de la création de valeur actionnariale par les entreprises.

rentabilité au-delà de la norme. La création de valeur ne mesure donc pas une rentabilité normale d'un investissement. C'est une *sur-rentabilité*.

Pour L.Batsh, « *il y a création de valeur si l'investissement rapporte plus à ses financiers que le revenu susceptible d'être retiré d'un investissement de risque comparable. Il y a destruction de valeur si, bien qu'en profit, l'entreprise est moins rentable que « le marché », c'est-à-dire que ses concurrents comparables* »⁵. La logique de gestion de portefeuille est clairement dominante dans cette définition ; l'actionnaire n'est qu'un investisseur sur les marchés financiers qui cherche à maximiser sa rentabilité pour un niveau de risque donné, ou à minimiser son risque pour un niveau de rentabilité donné. Pour créer de la valeur, il ne suffit donc pas à l'entreprise de s'aligner avec le rendement exigé par le marché, il faut battre le marché et offrir à l'actionnaire une rentabilité supérieure à celle offerte par sa classe de risque. En clair, une entreprise qui ne crée pas de valeur en détruit, même si son résultat est largement positif.

Selon C.Hoarau, « *la création de valeur ou de richesse par l'entreprise trouve son origine dans la réalisation d'investissements dont la rentabilité espérée est supérieure au cout des capitaux employés pour les financer* »⁶. Cette définition introduit une variable clé qui constitue toute la nouveauté et toute l'originalité des modèles de création de valeur actionnariale ; le cout du capital. Ce cout intègre la rémunération des fonds propres et constitue un coût d'opportunité pour les actionnaires. Pour créer de la valeur, l'entreprise devra dégager des rendements supérieurs au cout du capital.

Valeur créée = (Taux de rentabilité réalisé - Cout du capital) * Capitaux investis

Le cout du capital constitue un taux plancher lors du choix des investissements ; seuls les projets rentables, c'est-à-dire qui dégagent une rentabilité supérieure à ce cout seront retenus.

3. L'émergence de la création de valeur actionnariale :

Jusqu'aux années 1970, le capitalisme était caractérisé, dans les termes de Berle et Means, par une séparation de la propriété et du contrôle. La dispersion poussée de la propriété laisse aux dirigeants une très large autonomie dans leurs choix stratégiques. La multiplication des conglomérats qui assouvissent les visées de puissance des gestionnaires constitue sans doute le symptôme le plus évident du contrôle managérial. Depuis, les choses ont évolué et plusieurs facteurs majeurs ont favorisé l'émergence d'une culture de la valeur pour l'actionnaire notamment :

- La globalisation et la financiarisation de l'économie ;
- L'émergence, dans les années 80, d'un marché actif pour la prise de contrôle des entreprises, du fait de l'incapacité apparente de beaucoup d'équipes dirigeantes à faire face aux changements survenus dans leur secteur ;

⁵L.Batsch, « Finance et Stratégie », éd Economica, Paris, 1999, P 28.

⁶C.Hoarau, Op.Cit, P 01.

- La part grandissante des actions dans la rémunération des dirigeants, aux États- Unis et dans bon nombre de pays européens ;
- Le poids croissant des actions dans le patrimoine des ménages, suite aux bonnes performances des marchés boursiers aux États-Unis et en Europe, depuis 1982 ;
- Le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC).

3.1. La globalisation et la financiarisation de l'économie :

Au cours des dernières décennies, le paysage financier a été largement modifié suite aux profondes mutations qui ont touché le système financier et qui ont conduit à la globalisation financière. Ce phénomène est souvent illustré par le décloisonnement, la déréglementation et la désintermédiation des marchés financiers, et est couramment désigné par les « 3D ». Ce triple processus remonte au milieu des années 1980 et peut être caractérisé de la manière suivante :

3.1.1. La déréglementation :

La déréglementation désigne l'abolition du contrôle des changes et des restrictions aux mouvements des capitaux. En effet, la transformation du système monétaire international a accéléré la marche vers la mondialisation financière. Le démantèlement du « *Gold Exchange Standard* » en août 1971 et la création du principe dit des « taux de changes flexibles » ont marqué une étape décisive dans le processus qui a mené à la configuration globale de la mondialisation. Cette réglementation a été au profit des marchés financiers qui sont devenus les nouveaux régulateurs des systèmes de paiements internationaux. Le cours des devises nationales est désormais déterminé par le jeu de l'offre et de la demande, à l'instar de n'importe quelle marchandise.

En cherchant à tirer profit des variations des différents taux des devises entre les places financières internationales, les institutions financières privées deviennent les instances de régulation principales du marché des changes. Cependant, elles devront encore attendre la déréglementation des mouvements de capitaux au cours des années 1980 avant d'être en mesure de développer pleinement leur activité spéculative.

3.1.2. La désintermédiation :

La désintermédiation désigne l'accès direct des opérateurs aux sources de financement sans passer par des intermédiaires financiers. On constate ainsi le recul de la firme bancaire dans le financement des besoins de l'économie au profit du marché qui assure de plus en plus la majorité des financements. La désintermédiation s'est traduite par le recours croissant des agents non financiers (ANF) au marché financier pour couvrir leurs besoins de financement, par émission d'actions ou d'obligations, au détriment des concours bancaires.

3.1.3. Le décloisonnement :

Le décloisonnement désigne le processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié de l'argent

à l'échelle planétaire qui se caractérise par une triple unité géographique, temporelle et opérationnelle. Les marchés financiers sont désormais sans frontières. Il est par conséquent possible d'investir à l'échelle internationale. Il s'en suit que les entreprises ne sont plus face à la seule concurrence classique qui se limite aux clients, aux produits et aux parts de marché. Aujourd'hui, elles sont livrées à une autre forme de concurrence encore plus rude ; la concurrence sur les capitaux. Pour attirer ces capitaux et les fidéliser, il faut satisfaire leurs propriétaires, en créant de la valeur.

Par ailleurs, le processus de libéralisation et d'intégration des marchés de capitaux s'est accompagné d'un accroissement substantiel des taux d'intérêt avec le durcissement de la politique monétaire et la priorité donnée à la lutte contre l'inflation aux Etats-Unis comme en Europe. La hausse du coût d'opportunité de l'investissement liée à la meilleure rémunération des placements financiers alternatifs place les créanciers (actionnaires et prêteurs) dans un contexte globalement très favorable.

Au cours des années 90, d'autres investissements en actions sont venus élever les normes de rentabilité. Il s'agit des titres cotés sur les marchés émergents et des valeurs technologiques qui ont offert des rendements supérieurs à ceux des actions traditionnelles⁷.

3.2. La montée en puissance des investisseurs institutionnels :

Le retour de l'actionnaire s'est enraciné dans la montée en puissance de nouveaux acteurs financiers représentés par les investisseurs institutionnels, les célèbres « Zinzins ». Ils présentent la caractéristique de gérer de façon collective les capitaux qui leur sont confiés par les épargnants individuels ou par d'autres organisations et sont principalement représentés par les fonds de pension publics et privés⁸, les organismes de placement collectifs (OPCVM)⁹ et les compagnies d'assurance.

Les investisseurs institutionnels sont parvenus à s'assurer une part importante du capital des firmes cotées (leur détention des actions US est passée de 7,4 % à 55,6 % de 1950 à 1999¹⁰). Ces investisseurs sont évalués par les marchés financiers par un classement réalisé en fonction du rendement de leurs opérations tous les trois ou six mois¹¹. Ce benchmarking induit une forte pression au rendement des capitaux investis, ce qui est susceptible de leur permettre de répercuter sur les dirigeants des entreprises des exigences accrues en matière de rentabilité des capitaux investis. La Bourse leur permet de faire valoir leurs préférences par la validation des offres publiques et la menace d'une sanction par la vente de leurs titres. Ainsi, à défaut de ne pouvoir, et de ne vouloir, contrôler une firme, les investisseurs institutionnels tentent d'influencer les décisions qui y sont prises, en procédant à l'évaluation continue de ses orientations stratégiques.

⁷ « Création de valeur actionnariale et communication financière », Bulletin COB n° 346, Mai 2000.

⁸ Les fonds de pension sont des institutions financières chargées de collecter et de centraliser les contributions salariales et/ou patronales et de les investir dans des actifs en vue d'assurer le paiement des prestations futures de retraite sous forme de versement d'un capital ou de rentes viagères aux adhérents du fonds.

⁹ Les OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) sont des structures qui permettent la gestion collective de fonds. Les fonds qui sont à leur disposition sont investis dans des valeurs mobilières qui donnent le même droit que des actions à leur possesseur, c'est à dire une part du capital de la société émettrice. Les FCP (Fonds Commun De Placement) et les SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) sont des formes d'OPCVM.

¹⁰ E.Jeffers D.Plihon, « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Revue d'Economie Financière, vol. 63, 2001, p 142.

¹¹ F.Palpacuer, R.Perez, S.Tozalni, A.Seignour, J.Brabet, « Financiarisation et globalisation des stratégies des entreprises », 2005.

La présence croissante des investisseurs institutionnels sur le marché des titres de propriété accompagne le mouvement des prises de contrôle hostiles (OPA, OPE), ces investisseurs n'hésitant pas à vendre leur participation lors des prises de contrôle hostiles.

3.3. L'émergence du marché de prise de contrôle :

L'offre publique est l'opération par laquelle une entreprise initiatrice annonce publiquement aux actionnaires de la société cible son intention d'acquérir des titres à un prix déterminé. Lorsque le règlement des actionnaires de la société cible s'effectue en espèces, on parle d'Offre Publique d'Achat (OPA). En revanche, lorsque le règlement s'effectue par une remise de titres (actions, obligations...), on parle d'offre publique d'échange (OPE).

Aux Etats-Unis, alors que les fusions hostiles ne représentaient que 8,4% des fusions entre 1973 et 1979, cette proportion s'est élevée à 14,3% sur la décennie 1980¹². Ceci exerce une pression sur les dirigeants des entreprises directement menacés en cas de baisse des cours. Au tournant des années 1990, le marché de contrôle ralentit, avec l'adoption d'une législation freinant les prises de contrôle hostiles : l'utilisation des dispositifs anti-OPA est légalisée, si bien que la proportion d'opérations hostiles tombe à 4% pour la décennie 1990¹³. Face à ces obstacles législatifs, le pouvoir actionnariale emprunte une nouvelle voie complémentaire qui favorise la prise de parole (*Voice*) plutôt que la vente des titres (*Exit*). Ce mouvement s'appuie sur le poids grandissant des investisseurs institutionnels qui promeuvent un comportement de type nouveau « responsable et actif ». Les actionnaires sont invités à utiliser systématiquement les moyens juridiques mis à leur disposition pour contrôler la direction des entreprises, à commencer par les droits de vote attachés aux droits de propriété.

3.4. Le développement de l'actionnariat individuel :

La dynamique des marchés des actions dans les années 80 a entraîné un élargissement du nombre des ménages investissant dans les actions. Cette expansion a été encouragée par le développement des organismes de la gestion collective de l'épargne, déjà évoqués. Le tableau suivant retrace l'importante évolution de l'actionnariat des ménages sur 20 ans :

Tableau 1 : L'actionnariat aux États-Unis

Année	Nombre d'actionnaires (en millions)	% de la population
1975	25,3	11,9
1980	30,2	13,5
1985	47,0	20,1
1990	51,4	21,1
1995	69,3	26,3

Source : T.copland, T.Koller, J.Murrin, « La stratégie de la valeur », Editions d'Organisation, Paris, 2002, p 10.

¹² M. Aglietta, A.Réberieux : « Les dérives du capitalisme financier », éd. Albin Michel, 2004, P 21.

¹³ Idem, P 22.

Cependant, l'atomicité de l'actionnariat rend difficiles et onéreuses les actions de groupe, c'est ainsi qu'on voit apparaître des associations d'actionnaires telles que l'ADAM (Associations pour la Défense des Actionnaires Minoritaires) dans le but de défendre leurs intérêts, notamment la rentabilité de leurs investissements, la fiabilité et la clarté de l'information qui leur est communiquée.

3.5. Développement des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) :

Le développement de la finance de marché et la diffusion des NTIC sont deux mouvements qui se sont mutuellement renforcés ; la financiarisation de l'économie a soutenu la dynamique de diffusion des nouvelles technologies cependant que les bouleversements technologiques ont catalysé la montée en régime de la finance.

Le développement du capital risque qui accompagne le développement de l'entreprise dans les premiers temps de son cycle et jusqu'à sa cotation sur un marché boursier a joué un rôle majeur dans le financement des entreprises du secteur des nouvelles technologies. Outre le financement, les firmes du secteur des TIC se sont appuyées sur le marché des capitaux pour favoriser leur croissance, par absorption d'entités concurrentes et/ou complémentaires.

La diffusion des TIC a permis à la finance de déployer sa logique avec une efficacité accrue et a facilité la mise en place d'un système de gestion par la valeur par le biais de deux événements :

- La numérisation de l'information qui a conduit à l'amélioration de sa qualité et son volume grâce aux entreprises spécialisées telles que : Reuters, Bloomberg ...etc.
- La densification des réseaux qui ont démultiplié les logiciels permettant le traitement rapide de toutes les données ;

Pour l'entreprise, il est désormais évident qu'elle ne peut pas se cacher des marchés et qu'elle est forcément soumise à l'examen minutieux des bailleurs de fonds à l'aune du critère de création de valeur actionnariale.

4. La création de valeur et les nouvelles normes comptables :

La commission des normes comptables internationales l'IASB (*International Accounting Standards Board*) a rendu obligatoire l'application des normes d'information financière internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) à compter du 1^{er} janvier 2005 pour les entreprises cotées établissant des comptes consolidés. Ce nouveau référentiel comptable vise une harmonisation des règles comptables internationales et une transparence de l'information communiquée aux marchés financiers. Il a été adopté suite aux scandales financiers (Enron, Worldcom, etc.) qui ont ébranlé la confiance portée aux chiffres comptables par les investisseurs et vise à garantir une information financière pertinente et de meilleure qualité que celle issue des anciens référentiels locaux.

Cette réforme comptable majeure s'inscrit dans l'idéologie dominante de la création de valeur actionnariale et institue la domination des actionnaires sur les autres parties

prenantes. Chiapello (2005)¹⁴ souligne que « *la normalisation à l'anglo-saxonne est faite pour les marchés financiers et privilégie les attentes des actionnaires* ». Ces nouvelles normes ont pour ambition de produire une information compatible avec les attentes des actionnaires en leur fournissant des valeurs objectives et non manipulables par les dirigeants.

En effet, un actionnaire désire disposer d'une information financière axée sur les deux dimensions clés constitutives du couple risque/rentabilité de son investissement ; à savoir d'une part, l'identification de la valeur créée par l'activité et d'autre part, une valorisation de l'entreprise reposant non plus principalement sur une optique de poursuite de l'activité mais sur la base de la liquidité¹⁵. Les nouvelles normes IFRS proposent ainsi d'abandonner les méthodes d'évaluation traditionnelles basées sur le coût historique au profit d'une valorisation des éléments du bilan selon leur valeur de marché ou leur valeur boursière, et ce grâce à l'introduction du concept de juste valeur (*Fair Value*).

La logique de la juste valeur repose sur l'hypothèse que les utilisateurs premiers de l'information comptable sont les apporteurs de capitaux externes. Dans sa norme IAS 32, l'IASB définit la juste valeur comme « *le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif réglé, entre des parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale* »¹⁶. Cette norme a introduit le principe d'enregistrement des actifs de l'entreprise avec leurs valeurs de marché. Cette technique, justement, reflète la démarche de la comptabilité anglo-saxonne qui sert avant tout les intérêts des investisseurs financiers en leur permettant la comparaison des performances financières quel que soit le secteur d'activité concerné et quelle que soit la nationalité de l'entreprise.

Pour approcher la juste valeur d'un actif ou d'un passif, il existe trois solutions¹⁷ :

- Le « *mark to market* » : lorsque l'actif ou le passif peut être échangé sur un marché, la juste valeur est le prix de marché ;
- Le « *mark to model* » : lorsque l'observation des prix de marché est inopérante, la juste valeur est déterminée en utilisant des modèles financiers dont les hypothèses de calcul sont à la discrétion de chaque entreprise. Il s'agit notamment du modèle d'actualisation des flux de trésorerie futurs auxquels la détention de l'actif donne droit ;
- Lorsque, à défaut, il existe un actif ou un passif similaire échangé sur un marché, la juste valeur est le prix de cet élément similaire.

Toutefois, l'IASB n'impose pas une application exhaustive du principe d'évaluation à la juste valeur mais la limite à quelques éléments du bilan tels que les stock-options, les retraites, les instruments financiers, les contrats de crédit-bail et les immobilisations.

L'adoption du principe de la juste valeur a pour conséquence de lier la valeur de l'entreprise et de ses actifs aux fluctuations du marché financier, ce qui peut conduire à des

¹⁴ Cité par S.Demaria, F.Marty, « Financiarisation, Evaluation et Information Comptable : De la création de valeur aux IFRS », Journée d'étude sur les Nouvelles Perspectives en Management Stratégique, Juin 2007, France. P 09.

¹⁵ Idem, P05.

¹⁶ T. Saadi. « Création de valeur : l'impact des normes IFRS sur le contenu informationnel du résultat net. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, France. P06.

¹⁷S.Demaria, F.Marty ,Op.Cit, P 12.

dérives liées à l'inefficience des marchés financiers. En effet, l'hypothèse sous-jacente au principe de la juste valeur est qu'il existe une corrélation entre la valeur fondamentale d'un actif et sa valeur de marché. Or les marchés financiers sont inefficients et les investisseurs ne sont pas toujours rationnels lorsqu'ils évaluent les actifs. Ceci place les entreprises à la merci des investisseurs surtout en période de grande volatilité.

Section 2 : Gouvernance d'entreprise et création de valeur

D'origine anglo-saxonne, la gouvernance d'entreprise a connu un développement sans précédent au cours des dernières années et s'est répandue dans l'ensemble des pays développés. La gouvernance aborde des questions liées aux mécanismes nécessaires à la négociation des différents intérêts de la société. En effet, la firme managériale devient un lieu de conflits pour la création et la répartition de la valeur créée entre les *stakeholders*, puisque ces derniers disposent d'intérêts plus ou moins divergents, voire contradictoires. La question est comment rallier les intérêts et trouver un terrain d'entente, d'où l'intérêt de la gouvernance d'entreprise.

1. Définition de la gouvernance d'entreprise :

La gouvernance d'entreprise a pour ambition de réguler le comportement des dirigeants et de les orienter lors de l'élaboration des choix stratégiques dans le sens des intérêts de toutes les parties prenantes et non pas seulement de leur propres intérêts. Le problème de la gouvernance s'inscrit ainsi dans une perspective de contrôle des dirigeants, il ne concerne pas la manière dont les dirigeants gouvernent mais plutôt la manière dont ils sont gouvernés. D'ailleurs, Morin.E¹⁸ appelle la gouvernance d'entreprise « *le mangement du management* ».

La gouvernance traite du système de règles, de contrôles et d'incitations conçu pour limiter ou empêcher les fraudes et les conflits d'intérêt au sein des entreprises¹⁹. G.Charreaux²⁰ la définit comme étant « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». L'espace discrétionnaire du dirigeant (*Discretionary Space*) est sa latitude managériale, c'est-à-dire la délimitation des décisions que celui-ci peut prendre sans revenir au conseil d'administration.

Dans la vision actionnariale de la gouvernance, centrée sur la relation actionnaires-dirigeants, la gouvernance est conçue comme l'ensemble des moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux s'assurent de la rentabilité de leurs capitaux²¹. Pour Shleifer et Vishny (1997)²², Le rôle exclusif du système de gouvernance est de « sécuriser » l'investissement financier.

¹⁸ Cité par M.Echkoundi « Le renouveau de la gouvernance d'entreprise. Vers une prise en compte des parties prenantes ». Université d'Artois. P 03.

¹⁹ J.Berk, P.DeMarzo, « Finance d'entreprise » éd. Pearson Education, Paris, 2008, P 931.

²⁰ G.Charreaux, « Le gouvernement des entreprises », éd Economica, Paris, 1997.

²¹ Baudry.B, cité par M.Echkoundi, *Op.Cit*, P01.

²² G.Charreaux, « Les Théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, N°1040101, Décembre 2004, P 06.

2. Les mécanismes de gouvernance :

Le rôle assigné à la gouvernance d'entreprise est d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires à l'aide de leviers incitatifs et de mécanismes de contrôle.

Caby et Hirigoyen²³ considèrent les mécanismes de gouvernance comme un ensemble d'incitations négatives, (autrement dit de sanctions potentielles) et d'incitations positives (une rémunération supplémentaire potentielle). Cette distinction n'est pas la seule que l'on puisse envisager. *G.Charreaux* a opté pour deux types de modes de résolution de conflits entre actionnaires et dirigeants : les systèmes externes (la discipline par les marchés) et les systèmes internes de contrôle. C'est cette deuxième distinction que nous retiendrons.

2.1. Les mécanismes internes de contrôle :

Les mécanismes internes de contrôle comprennent la surveillance mutuelle entre dirigeants et le conseil d'administration. Ce dernier mécanisme mérite une attention particulière du fait de l'importance du rôle disciplinaire que ce dernier joue.

2.1.1. La surveillance mutuelle :

La surveillance mutuelle peut concerner les dirigeants ou les employés subalternes et constitue un type de contrôle implicite. Les membres de l'équipe dirigeante ainsi que les employés de niveau hiérarchique inférieur interagissent et acquièrent des informations sur leurs collègues, celles-ci n'étant pas nécessairement accessibles aux agents de niveau supérieur.

Par ailleurs, les membres du personnel ont intérêt à supplanter les dirigeants non compétents, même si, dans certains cas, les membres du personnel et l'équipe dirigeante peuvent avoir des intérêts communs (promesses de promotion, sécurité d'emploi et avantages en nature).

2.1.2. Le conseil d'administration :

La théorie de l'agence attribue au conseil d'administration deux rôles principaux qui consistent en la gestion et la discipline des gestionnaires ainsi qu'en l'élaboration des stratégies des sociétés. En effet, le conseil d'administration a l'autorité légale d'engager et de congédier les gestionnaires. De plus, ayant également la responsabilité d'élaborer les stratégies des sociétés, le conseil d'administration peut intervenir dans les décisions majeures prises par les gestionnaires. Le conseil d'administration est également responsable de la détermination de la rémunération des gestionnaires et de l'élaboration des contrats de rémunération.

2.1.2.1. La composition du conseil d'administration :

La composition et la structuration du conseil d'administration sont d'une grande importance. Ainsi, en Grande Bretagne, la commission *Cadbury* constituée en Mai 1991, à la suite d'une série de faillites retentissantes afin de trouver les moyens de rétablir la confiance,

²³J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », éd Economica, Paris, 2005.

a proposé une série de mesures constituant un code de bonne conduite applicable à toutes les sociétés cotées britanniques. Ce code comprend notamment les règles suivantes²⁴ :

- L'attribution d'un rôle primordial aux administrateurs externes dont l'indépendance doit permettre de garantir la régularité du fonctionnement de l'entreprise ;
- La séparation des tâches entre le Président et le Directeur général ;
- L'obligation de constituer un comité d'audit composé exclusivement d'administrateurs externes ;
- L'obligation de constituer un comité de rémunération chargé de fixer la rémunération des dirigeants, constitué principalement d'administrateurs externes.

Il est suggéré d'inclure des administrateurs externes non affiliés au management au sens où ils n'exercent pas de fonctions managériales dans l'entreprise afin d'augmenter l'indépendance et incidemment la qualité du contrôle. Ces derniers doivent avoir les compétences (il s'agit le plus souvent de dirigeants d'autres sociétés) et l'indépendance nécessaires pour exercer leur fonction de contrôle et d'arbitrage.

Le rôle de cet organe de contrôle est d'autant plus important que le contrôle de l'actionnariat sur le dirigeant est faible. Ainsi, *Charreaux et Desbrière(1997)*²⁵ constatent que le conseil d'administration n'a une réelle incidence sur la prise de décision que si l'actionnariat est suffisamment diffus, c'est-à-dire si aucune coalition majoritaire d'actionnaires n'est en mesure d'exercer un contrôle direct.

2.1.2.2. Le système de rémunération comme levier d'action:

En plus de son pouvoir de révocation des dirigeants en cas de performances insatisfaisantes, le conseil d'administration dispose d'un autre levier pour contrôler les dirigeants : le système de rémunération. Ce dernier a pour objectif d'établir une rémunération juste et intéressante pour garder les bons gestionnaires dans la société, tout en les motivant à prendre des décisions favorisant la création de valeur actionnariale. Dans ce système, la rémunération des dirigeants (récompenses) est liée à la performance de l'entreprise (l'augmentation de la richesse des actionnaires). Outre le salaire de base, la rémunération des dirigeants prévoit souvent :

- *Des bonus :*

Ces bonus sont indexés sur les performances comptables de l'entreprise ou d'une de ses divisions (croissance du résultat net,...).

- *Avantages en nature :*

Ces avantages vont du logement de fonction à la prise en charge de frais de représentation.

- *Des primes exceptionnelles :* à l'occasion de l'arrivée du dirigeant (*Golden Hello*) ou de son départ (*Golden Parachute*).

²⁴G.Charreaux, *Op.Cit*, P 142.

²⁵ Cité par M.H. Depret, « Gouvernement d'entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers », éd DeBoeck, Paris, 2005, P 31.

Le « *Golden Parachute* » ou parachute doré est une indemnité pécuniaire représentée par une somme colossale prévue pour le dirigeant dans le cas d'une prise de contrôle qui conduit à congédier ce dernier. Ce golden parachute diminue la résistance des dirigeants à une éventuelle prise de contrôle et les pousse à agir dans le sens des intérêts des actionnaires.

- *Des actions, gratuites ou non, ou des stocks options :*

Ces actions sont octroyées dans le cadre de programmes d'intéressement pluriannuels. La détention d'actions par les dirigeants constitue une incitation financière forte, le patrimoine de ces derniers étant positivement corrélé avec la valorisation de l'action. En effet, *H.Leland* et *D.Pyle* (1977)²⁶ montrent que dans une économie caractérisée par une asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires, la part du capital détenu par le dirigeant signale la qualité des projets d'investissement.

L'octroi de stock-options²⁷ était perçu au départ comme un instrument permettant d'aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires ce qui les conduirait à prendre des décisions créatrices de valeur actionnariale. Toutefois, leur utilisation par les entreprises a connu une décline manifeste ces dernières années. Le cas le plus marquant est sans doute celui de Microsoft qui a renoncé aux stock-options en 2003 au profit des distributions d'actions alors qu'il était jusque-là le plus gros utilisateur mondial²⁸.

L'une de leurs principales limites est que leur valeur est fonction des performances boursières absolues de l'action de l'entreprise. Même si le cours augmente deux fois moins que les concurrents, le dirigeant sera récompensé. *J.Berk* et *P.De Marzo*²⁹ recommandent que l'évaluation des dirigeants soit indexée à la surperformance de l'entreprise par rapport à ses concurrents. Cela permettrait de récompenser le dirigeant dans un marché baissier, pourvu que le cours de son entreprise résiste mieux.

2.2. Les mécanismes de contrôle externes :

En complément des mécanismes internes, les actionnaires disposent aussi de mécanismes de contrôle plus coercitifs pour aligner le comportement des dirigeants sur l'objectif de maximisation de la création de valeur.

2.2.1. La politique d'endettement :

Le financement de la croissance de l'entreprise par la dette joue un rôle disciplinaire à double titre. D'abord, la dette motive efficacement les dirigeants à tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs puisque les annuités sont contractuellement établies et doivent être servies quelle que soit la performance financière de l'entreprise, à la différence du versement des

²⁶J.Caby, G.Hirigoyen, *Op.Cit.*, P 66.

²⁷*Lastock option*, ou l'« *option d'achat d'action* » est un produit dérivé coté sur le marché. Elle donne le droit et non pas l'obligation à son détenteur d'acheter un sous-jacent, qui dans ce cas est l'action de l'entreprise en question, à un prix fixé à l'avance appelé prix d'exercice, à une échéance déterminée. Ce prix d'exercice est a priori supérieur au cours actuel sinon le dirigeant exercera son option immédiatement et achètera l'action moins chère que son cours, réalisant ainsi une plus-value s'il la cède par la suite. Le dirigeant n'a donc intérêt à exercer son option d'achat que si le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice. Ceci place le dirigeant dans la logique d'un investisseur sur les marchés financiers qui a intérêt à ce que le cours de l'action augmente pour qu'il puisse réaliser une plus-value. Ce mécanisme va conduire le dirigeant à adopter des stratégies créatrices de valeur qui augmentent autant que possible la valeur boursière de l'entreprise. Par ailleurs, en exerçant son option d'achat, le dirigeant devient actionnaire dans l'entreprise et devient de ce fait plus impliqué dans sa gestion et ses intérêts et ceux des actionnaires convergeraient.

²⁸ Ibid. P 68.

²⁹J.Berk, P.DeMarzo, *Op.Cit.*, P 935.

dividendes pour les actionnaires. L'obligation de rembourser constitue une incitation à une gestion serrée des coûts. En particulier, elle exerce un effet dissuasif sur l'engagement de dépenses discrétionnaires par les dirigeants et exige une procédure d'allocation des ressources très sélective.

Ensuite, en réduisant l'ouverture du capital, l'endettement favorise la concentration du contrôle entre les mains d'un nombre limité d'actionnaires, ce qui facilite la convergence des intérêts de l'actionnariat et permet un meilleur contrôle sur les actions des dirigeants.

2.2.2. Le marché financier :

Le marché financier intervient comme mécanisme de contrôle dans la mesure où si un actionnaire n'est pas satisfait de la performance de la firme, il peut facilement céder ses actions sur le marché secondaire. Si plusieurs actionnaires procèdent ainsi, le cours de l'action chutera ce qui induira une diminution de la rémunération des dirigeants s'il existe une indexation.

Ensuite, le marché financier exerce une contrainte sur les dirigeants à travers le marché du « contrôle des sociétés ». Le marché des prises de contrôle corporatives est un mécanisme de gouvernance très actif dans les pays où les titres sont liquides, tels que les États-Unis et la Grande Bretagne. Pour identifier des cibles potentielles, les acquéreurs surveillent de près les sociétés peu performantes à actionnariat dispersé. En effet, lorsque la performance d'une société se détériore, son cours en bourse chute et les acquéreurs peuvent bénéficier d'une transaction d'acquisition peu coûteuse.

Si la stratégie choisie par les dirigeants ne satisfait pas la contrainte de maximisation de la valeur, un conflit d'intérêts apparaît entre les dirigeants et les actionnaires et ces derniers n'hésiteront pas à céder leur part dans le capital en cas d'offre publique d'achat. Cette situation se traduit pour le dirigeant par un risque de révocation à la suite de la prise de contrôle. *Martin et Mac Connell (1991)*³⁰ constatent à cet effet que dans l'année qui suit l'offre publique, la probabilité de changement de dirigeant est plus forte que pour les années qui précèdent.

2.2.3. La concurrence des autres firmes (le marché des biens et services) :

La présence de la concurrence sur le marché des produits constitue un mécanisme de gouvernance fondamental sur les actions et les décisions des gestionnaires. Les entreprises ne pouvant demeurer compétitives dans l'évolution de leurs produits ou services, peuvent facilement perdre la position qu'elles occupent sur le marché des produits et éventuellement faire faillite. Ainsi, la présence des forces concurrentielles du marché des produits est en soi un mécanisme pouvant discipliner les gestionnaires et les pousser à prendre des décisions optimales pour l'organisation qu'ils gèrent afin d'assurer sa continuité. Toutefois, cette contrainte est indirecte et peut être relativement faible dans le cas où le marché est insuffisamment concurrentiel ou bien lorsque les barrières à l'entrée sont élevées.

³⁰M.H. Depret, *Op.Cit.*, P 32.

2.2.4. Le marché des cadres dirigeants :

Dans un marché actif des dirigeants, il est dans l'intérêt des gestionnaires de ne pas nuire à la bonne performance des sociétés afin de montrer aux employeurs potentiels leurs qualités managériales. Les gestionnaires considérant donc que leur performance affectera leurs opportunités d'emplois futurs, seront motivés à limiter leurs comportements opportunistes et à prendre des décisions optimales pour la création de valeurs actionnariale.

2.2.5. Le système légal de protection des investisseurs :

La publication de codes de gouvernance, davantage orientés vers les sociétés ouvertes et publiés dans plusieurs cas par les commissions de valeurs mobilières, vise à donner aux sociétés certaines règles à suivre pour gérer leur gouvernance.

Le système légal d'un pays prévoit également des lois et une réglementation visant à protéger les droits des investisseurs contre des tentatives d'expropriation. L'existence de telles lois a un rôle disciplinaire sur le comportement des dirigeants en limitant leurs actions opportunistes lorsqu'elles sont appliquées rigoureusement³¹. De même, les règles comptables et de certification édictées par la profession comptable constituent des balises à respecter pour assurer une certaine forme de normalisation des états financiers des sociétés. Le mandat de vérification comptable et l'indépendance du vérificateur peuvent jouer un rôle comme mécanisme de gouvernance.

3. Les systèmes de gouvernance :

Tout en poursuivant le même objectif de prévention des comportements opportunistes des dirigeants, la gouvernance d'entreprise revêt des formes différentes. Il existe deux principaux modèles de gouvernance : les modèles de gouvernance axés sur le fonctionnement des marchés et les modèles basés sur une forte implication des banques et une limitation des mécanismes de marché. En outre, il existe des systèmes médians qui empruntent à chacun des deux courants.

3.1. Le modèle anglo-saxon ou le système marché :

Le système de gouvernance est dit « marché » si le contrôle et la régulation s'opèrent à travers le marché financier par le biais des prises de contrôle (OPA), et par le marché du travail ou des dirigeants. Ce système est caractérisé par des marchés de capitaux développés et liquides où un nombre important de sociétés sont cotées et dont l'actionnariat est très atomisé. Il regroupe les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni qui ont favorisé l'émergence des marchés financiers et la mise en place de contraintes légales au développement des institutions bancaires³².

Face à la dispersion et la liquidité des droits de propriété, le pouvoir disciplinaire des mécanismes internes de contrôle, notamment du conseil d'administration, s'en trouve très

³¹ La chute de la société Enron en décembre 2001 constitue un bel exemple des conséquences que les responsables de la gestion des sociétés peuvent subir suite à des actes de mauvaise foi à l'égard des actionnaires.

³² Après la crise de 1929, un ensemble de mesures fédérales a été adopté en vue de limiter le champ d'activité et la puissance des institutions financières car elles ont été partiellement tenues pour responsables. C'est ainsi que le *Glass Steagall Act de 1933* puis le *Bank Holding Company Act de 1956* ont formellement interdit aux banques opérant aux Etats-Unis d'avoir des activités sur les marchés financiers et d'opérer dans le secteur de l'assurance. Ces lois ont contraint le développement des banques en séparant les fonctions de banque commerciale et banque d'investissement et leur interdisant de participer au capital des entreprises.

réduit. L'OPA étant le principal instrument de contrôle externe : Le rachat ou sa menace exerce une fonction de contestation de la gestion pouvant aller jusqu'au remplacement de la direction. Cette contrainte permanente pousse les dirigeants à une meilleure allocation des ressources qui satisfasse le mieux l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale mais présente aussi des inconvénients de court-termisme et de stratégies d'enracinement de la part des dirigeants notamment par des opérations de fusion-acquisition.

3.2. Le modèle Germano-Nippon ou le système « réseau » :

Le système de gouvernance est dit « réseau » si le contrôle est assuré par une banque qui est à la fois créancière et actionnaire principale de l'entreprise. Ce modèle est orienté *Stakeholders* et s'insère dans une vision pluraliste de la firme, au sens où tous les intérêts parfois même divergents sont pris en compte. Ce modèle s'est développé en Allemagne et au Japon, deux pays qui ont particulièrement favorisé l'émergence d'un secteur bancaire puissant, notamment à travers le concept de la banque universelle, susceptible d'aider les entreprises à se financer.

Face à la faiblesse des conseils d'administration anglo-saxons, les conseils allemands font parfois figure de modèles : gestion bicéphale, dualité entre conseil des managers ou directoire (composé pour moitié de représentants du personnel) et conseil de surveillance (représentants de la banque) qui contrôle le premier.

Le système « réseau » est caractérisé par un faible nombre de sociétés cotées et un actionnariat concentré. Les marchés de capitaux y sont peu liquides, et donc peu propices aux offres publiques. Les banques en qualité d'actionnaires majoritaires et de première source de financement externe, sont doublement incitées à surveiller et à influencer la gestion des firmes indirectement. Si les performances sont insuffisantes, ce ne sont pas les marchés financiers qui sanctionnent les dirigeants mais les banques à travers la rémunération.

3.3. Le modèle Français ou le système Hybride :

Entre les systèmes marchés et les systèmes réseaux, il existe des systèmes de gouvernance hybrides ou médians. Il s'agit du cas italien et français. Ce modèle est caractérisé par l'intervention de l'Etat pour modeler le système de gouvernance.

L'Etat a longtemps dominé l'économie française à travers des participations au capital de nombreuses sociétés de référence après plusieurs vagues de nationalisation. Grâce à l'encadrement du crédit et à la détention du capital des principales banques, l'Etat a conditionné l'évolution du système de gouvernance français en développant les marchés financiers domestiques, en se désengageant du capital des sociétés nationalisées les plus performantes et en introduisant le modèle allemand de la Hausbank (banque principale). Aucune limite réglementaire, qu'elle soit supérieure ou inférieure, n'a été imposée aux banques pour limiter leur participation au capital des sociétés non financières.

Les entreprises ont la liberté de choisir entre deux structures de gouvernance distinctes : le conseil d'administration ou le conseil de surveillance associé à un directoire. Cependant, la

majorité des sociétés françaises disposent d'un conseil d'administration composé d'actionnaires et de représentants des salariés.

En dépit de la multiplicité des systèmes de gouvernance d'entreprise, une convergence vers le modèle anglo-saxon se dessine rapidement au fur et à mesure que les marchés s'internationalisent, que la culture de l'actionnariat se développe et que l'Etat se dessaisit du secteur privé. Cette convergence a conduit les dirigeants à calibrer leurs modes de gestion pour les orienter vers la protection des actionnaires et par conséquent instaurer une *Corporate Governance* « orientée actionnaires ».

4. La gouvernance plurale : Vers une prise en compte des parties prenantes :

A l'opposé de la « *Shareholder Theory* », qui place la relation actionnaires-managers au centre de la gouvernance, une autre théorie a émergé au cours des années 1990, « la *Stakeholders Theory* » ou théorie des parties prenantes. Elle se donne pour objectif d'identifier une problématique différente quant à la définition d'une bonne gouvernance de la firme.

4.1. La théorie des parties prenantes :

Cette théorie élargit la problématique de la gouvernance en intégrant tous les individus ou groupes d'individus qui possèdent des droits ou des créances sur la firme et qui sont affectés par ses décisions. Outre les actionnaires, les managers et les salariés, les parties prenantes comprennent les clients, les fournisseurs, les banques, les assurances, les syndicats, ...etc. Dans cet esprit, *Laffont et Martimort (1997)*³³, proposent une vision de la firme en tant qu'ensemble de contrats multilatéraux entre chaque *Stakeholder* (principal) et le dirigeant (agent commun), tandis que *Hill et Jones (1992)*³⁴, avancent une théorie de l'agence généralisée où tous les *stakeholders* sont pris en compte.

Il incombe à la firme, selon cette théorie de concilier les intérêts de toutes ses parties prenantes et non pas seulement l'intérêt financier des actionnaires. L'argument principal avancé consiste à évoquer l'idée que les actionnaires ne sont pas les seuls à être concernés par l'évolution de l'activité de la firme. D'autres acteurs sont parties prenantes, soit par des relations contractuelles, soit tout simplement par l'impact des activités de la firme sur son environnement. Si l'actionnaire court le risque de perdre sa mise, les autres parties prenantes sont susceptibles de subir des préjudices à des degrés divers.

Dans cette perspective, le rôle des dirigeants est de prendre des décisions conformes aux intérêts de l'ensemble des *stakeholders*. Ce mode d'organisation vise à maximiser la valeur pour l'ensemble des parties prenantes. En somme, la théorie des parties prenantes, traduit la reconnaissance de la pluralité des objectifs de la firme, bien au-delà de la seule maximisation de la richesse des actionnaires.

³³ Cité par J.Caby, G.Hirigoyen, *Op.Cit*, P 147.

³⁴idem

4.2. Parties prenantes et création de valeur :

La création de valeur à long terme de l'entreprise dépend principalement de l'engagement de ses parties prenantes en son sein. En échange de leurs investissements en ressources dans l'organisation, elles doivent pouvoir réclamer leurs droits à ceux qui gèrent ces ressources. Un management par la valeur doit donc prendre en compte l'alignement des intérêts des parties prenantes sur les objectifs de l'entreprise. Le tableau suivant présente la contribution de chacune des parties prenantes dans la création de valeur de l'entreprise :

Tableau n°2 : La contribution des parties prenantes à la création de valeur

Parties prenantes	Contribution à la création de valeur	Incitations pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux Endettement Réduction du risque, du cout de financement ou d'emprunt	Dividendes et plus-values
Dirigeants	Compétences pour la gestion de l'organisation	Compensations monétaires : Salaire, bonus, stock-options Psychologiques : Satisfaction, pouvoir et réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes	Salaires, emploi stable, promotions... Incitations, motivations et sanctions pour agir sur les performances
Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution des conflits	
Clients/utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achats	Qualité, prix des biens et des services, estime,....
Fournisseurs et associés de la chaine d'approvisionnement et logistique	Efficiency, réduction des couts, innovation technologique,...	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur	Confiance réciproque, intérêts communs
Communauté locale : citoyens	Autorisation de travailler, une légitimité...	Prestige national, respects des institutions légales, normatives et cognitives

Source :G.Yahchouchi, « Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise », Revue des Sciences de Gestion, N°224-225, 2007.

Les études qui ont tenté de prouver la contribution des parties prenantes dans la création de valeur de l'entreprise abordent la relation indirectement à travers le concept de responsabilité sociétale de l'entreprise. Cependant, les travaux de Tiras, Ruf et Brown (1998)³⁵ basés sur l'étude du lien entre la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes (Les clients, les ressources humaines, la communauté et l'environnement) et la valeur boursière de l'entreprise, concluent que les entreprises qui maintiennent une bonne relation avec les parties prenantes sont plus performantes et créent plus de valeur que celles ayant de mauvaises relations.

Section 3 : Théories de la firme et création de valeur actionnariale

L'extension de la doctrine de la valeur actionnariale invite à s'interroger sur les fondements de cette représentation de la firme. Qu'est-ce qui justifie le bien-fondé de la valeur actionnariale ? En d'autres termes, l'allocation des droits de contrôle sur l'entreprise aux porteurs de fonds propres constitue-t-elle un arrangement optimal. Nous chercherons tout au long de cette section une justification de la valeur actionnariale à partir d'un raisonnement strictement microéconomique fondé sur les théories de la firme existantes, mais avant d'aborder ces théories, il est impératif de revenir sur la thèse de Berle et Means qui constitue le point de départ du débat sur la création de valeur actionnariale.

1. Genèse du débat sur la création de valeur actionnariale :

Dans leur ouvrage « *The Modern Corporation And Private Property* » paru en 1932, Berle et Means exposent leur thèse sur la séparation de la propriété (*ownership*) et du contrôle (*control*). La fonction de « *control* » correspond au pouvoir de prendre des décisions (la fonction décisionnelle), celle d'« *Ownership* » recouvre l'assomption du risque (qui supporte les pertes et qui reçoit les gains ?) et la surveillance.

Cette étude s'est appuyée sur une analyse minutieuse de la jurisprudence et de la structure de propriété des 200 plus grandes entreprises non financières nord-américaines et a fait ressortir que le contrôle managérial concernait 44% des entreprises de l'échantillon, contre 21% pour le contrôle par dispositifs légaux et 23% pour le contrôle minoritaire³⁶. Berle et Means concluaient que du fait de la diffusion de la propriété permise par la négociabilité des titres, les actionnaires auraient *de facto* perdu leur pouvoir de contrôle au profit des managers.

Le concept traditionnel de propriété privée où le propriétaire est à la fois bénéficiaire de la richesse créée par l'entreprise et le seul à pouvoir la contrôler ne s'applique plus à la situation réelle des actionnaires. La maximisation de la valeur actionnariale ne devrait donc plus être retenue comme objectif de l'entreprise. Les actionnaires de la firme managériale ayant renoncé à exercer la dimension active de la propriété (contrôle), et n'accomplissant plus

³⁵G.Yahchouchi, *Op.Cit*, P 85-92

³⁶M.Aglietta, A.Rébérioux, « Dérives du capitalisme financier », éd. Albin Michel, Paris, 2004, P 43.

que la dimension passive (l'assomption du risque), ils perdaient leur légitimité à être les seuls créanciers « résiduels », autrement dit, le droit exclusif de s'approprier le profit³⁷.

Les deux auteurs préconisaient en conséquence une démarche partenariale dans laquelle les intérêts de l'ensemble de ses partenaires et de la société sont pris en compte. Il convient donc d'étendre la responsabilité des dirigeants à l'ensemble des parties prenantes à la firme et non de la restreindre à la seule figure des actionnaires.

La thèse de Berle et Means allait cependant être à l'origine d'un renforcement de la réglementation boursière aux Etats-Unis aboutissant à la création de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* chargée de protéger les investisseurs financiers. La question de la gouvernance s'inscrivait ainsi dès l'origine dans une perspective de régulation du comportement des dirigeants, de définition des « règles du jeu managérial ».

2. Théories de la gouvernance et création de valeur actionnariale :

Les théories de la gouvernance n'ont pas pour objet d'étudier la façon dont les managers gouvernent –ce qui conduirait à confondre gouvernance et management- mais la façon dont ils sont gouvernés. Toutes les théories de la gouvernance s'inscrivent dans la perspective de l'efficacité. L'explication des mécanismes de gouvernance est qu'en disciplinant les dirigeants, ils contribuent à accroître l'efficacité de la firme en lui permettant de créer davantage de valeur³⁸.

Les théories qui justifient le modèle actionnarial de la gouvernance s'appuient sur une vision contractuelle de la firme fondée sur les arguments du courant disciplinaire³⁹ où la firme est représentée comme un « nœud de contrats », c'est-à-dire un centre décisionnel chargé de contracter et de gérer de façon centralisée l'ensemble des contrats nécessaires à son activité. La gestion spontanée de ces contrats ne permet pas de créer le maximum de valeur à cause des asymétries d'information et des conflits d'intérêt qui les opposent. La source de l'efficacité selon ce courant est « disciplinaire » : il faut surveiller, inciter ... pour éviter que les gains issus de la coopération ne soient dissipés à cause des pertes de valeur (sous-investissement, « bénéfices privés » résultant de l'appropriation d'une partie de la rente organisationnelle sous forme, par exemple, de dépenses somptuaires ou de sursalaires...)⁴⁰. Les mécanismes de gouvernance constituent selon cette perspective disciplinaire, des moyens d'obliger les dirigeants à maximiser la valeur actionnariale.

2.1. La théorie des droits de propriété :

Les premières critiques de la thèse de Berle et Means se manifestent dans les années 1960 avec la Théorie des Droits de Propriété (TDP) première génération. Cette dernière est au centre de l'approche néoclassique des institutions. Son objet est de montrer comment les droits de propriété agissent sur les comportements individuels et sur l'efficacité des systèmes

³⁷idem

³⁸G.Charreaux, « Les Théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, N°1040101, Décembre 2004, P 03.

³⁹ Par opposition au « courant cognitif » de la gouvernance où la firme est un ensemble de compétences clés et d'actifs complémentaires associés à ces compétences. L'existence de la firme y est justifiée par une coordination plus efficace des processus d'apprentissage collectif. La création de valeur passe alors par l'apprentissage et l'innovation..

⁴⁰G.Charreaux, Op.Cit , P05.

économiques. Dans ce cadre, la firme est caractérisée par une certaine structure de droits de propriété, définie par un ensemble de contrats.

2.1.1. Contenu des droits de propriété :

Le point de départ de la TDP consiste à considérer que tout échange entre agents, et en fait toute relation de quelque nature qu'elle soit, peut être considérée comme un échange de droits de propriété sur des objets.

2.1.1.1. Définition des droits de propriété :

Un droit de propriété peut être défini de manière générale comme « *un droit socialement validé à choisir les usages d'un bien économique* »⁴¹. Pour Coriat et Weinstein, les droits de propriété sont partitionnables, séparables et aliénables⁴² de telle manière que plusieurs individus peuvent détenir différents attributs sur le même bien. Ainsi, le propriétaire légal d'un immeuble a le droit de l'utiliser, d'en tirer un revenu et de le vendre. L'application de la théorie des droits de propriété à l'analyse des formes institutionnelles complexes telles que la firme moderne repose essentiellement sur cette idée.

Les différents droits sont cependant soumis à des limites définies par contrat (contrat de location restreignant les usages d'un immeuble) ou par des dispositions légales interdisant des usages « abusifs ». Ces restrictions affectent la valeur de l'actif pour le propriétaire mais également pour les autres, puisque la maîtrise du propriétaire n'est plus totale.

La fonction première des droits de propriété, et plus particulièrement des droits de propriété privés, est de fournir aux individus des incitations à créer, à conserver et à valoriser des actifs. Ainsi, c'est parce que le chercheur sait qu'il pourra appréhender les profits de sa découverte, plus largement, de son innovation, qu'il sera plus incité à innover⁴³.

2.1.1.2. Application de la TDP à la firme :

a. La firme capitaliste classique :

Pour Alchian et Demsetz, la raison de l'émergence de ce type de firme est qu'elle permet de résoudre les difficultés fondamentales : les problèmes d'information imparfaite et le risque moral propre à la production en équipe⁴⁴, c'est-à-dire quand le produit est le résultat de la coopération de différents agents sans qu'il soit possible de mesurer la contribution individuelle de chacun.

Selon la théorie des droits de propriété, la propriété privée « pure », où le moniteur (l'individu chargé de surveiller le travail de l'équipe) est à la fois le propriétaire et le dirigeant est la forme de propriété la plus efficiente. Il y a alors alignement des intérêts entre le détenteur des droits de propriété et le dirigeant exécutif étant donné que c'est la seule et même personne.

⁴¹B. Coriat, O. Weinstein, « Les nouvelles théories de l'entreprise », éd « Librairie Générale Française », Paris, 1995, P 80.

⁴² Idem.

⁴³ Amann (1998), Cité par G. Koenig, « De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle », édition Economica, Paris, 1999, P 20.

⁴⁴B. Coriat, O. Weinstein, *op.cit.*

Les deux dimensions essentielles de l'analyse économique des droits de propriété sont l'allocation du rendement résiduel et la détention des contrôles résiduels.

- **Le droit au rendement résiduel** : Coriat et Weinstein montrent que la recherche de l'efficacité impliquait que le propriétaire de l'entreprise soit l'agent percevant le rendement résiduel, c'est-à-dire ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs de ressources, conformément aux obligations contractuelles. Si celui-ci constitue la base de sa rémunération, il aura alors intérêt à exercer ses fonctions de contrôle du processus productif et des efforts des autres participants.
- **Le droit au contrôle résiduel** : renvoie au pouvoir de prendre toute décision concernant l'utilisation d'un actif qui n'est pas explicitement exclue par la loi ou spécifiée dans le cadre de rapports contractuels. Ce droit est d'autant plus important que les contrats sont incomplets, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent prévoir ce que les parties sont censées faire dans le futur dans toutes les éventualités possibles compte tenu de l'incertitude sur l'avenir et de l'asymétrie informationnelle.

Le pouvoir incitatif des droits de propriété résiderait dans le couplage du droit au contrôle résiduel et du droit au rendement résiduel. Couplage qui en définitive caractériserait la propriété d'un actif. C'est parce qu'il possède ces droits que le moniteur-propriétaire est censé être incité à veiller à la meilleure utilisation des ressources et à contrôler le comportement des membres de l'équipe.

b. l'entreprise managériale :

La problématique inhérente à la firme managériale est qu'en raison de la séparation propriété-management, les dirigeants ne recherchent pas la maximisation de la richesse des actionnaires car ils ne détiennent au mieux qu'une partie des actions de la firme. Les intérêts ne sont pas alignés. Les caractéristiques d'exclusivité et de cessibilité des droits sont atténuées : l'efficacité de la structure de droits de propriété est donc restreinte. Les dirigeants bénéficient d'une indépendance plus large et d'un contrôle amoindri de la part des propriétaires-actionnaires. L'atome de l'actionnariat est éclaté : à mesure que le nombre d'actionnaires augmente, le contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants diminue corrélativement.

Cependant, les actionnaires tolèrent les pratiques discrétionnaires des managers tant que celles-ci auront un coût inférieur à celui qu'ils devraient engager pour corriger ces pratiques. En effet, il est coûteux de détecter ces pratiques discrétionnaires et il est coûteux d'imposer aux dirigeants de faire cesser leurs pratiques contraires aux intérêts des actionnaires. De cette situation résulte une atténuation des droits de propriété en raison de l'existence de coûts de contrôle limitant l'exclusivité de son usage. Cette situation doit conduire la firme, caractérisée par la séparation entre propriété et contrôle, à une moindre efficacité au regard des critères néoclassiques.

2.1.2. La TDP et création de valeur actionnariale :

Berle et Means, rappelons-le, étaient arrivés à la conclusion que la séparation entre propriété et contrôle, c'est-à-dire entre le droit au revenu résiduel et le droit au contrôle résiduel, avait réduit l'efficacité du capitalisme et avait remis en cause la prééminence des principes de la propriété privée.

Cette conclusion représente un défi pour les tenants de la TDP qui soutiennent que la grande entreprise moderne est « *la forme d'organisation la plus efficace pour exploiter les gains potentiels de la spécialisation à grande échelle et de la surveillance (monitoring) des équipes de grandes tailles...La supposée séparation (propriété-contrôle), permet une spécialisation productive efficace en utilisant les droits de propriété privés comme méthode de contrôle et de coordination* »⁴⁵.

Cette organisation exploite la possibilité de partitionner et d'aliéner les droits de propriété de manière à permettre une spécialisation avantageuse entre ceux qui exercent le droit de prendre des décisions sur les usages des ressources et ceux qui en supportent les conséquences sur les valeurs de marché ou d'échange.

Pour les auteurs de ce courant, l'assertion de Berle et Means selon laquelle les managers, guidés par leurs propres intérêts, seront conduits à des comportements incompatibles avec les intérêts des actionnaires est logiquement erronée parce qu'elle méconnaît la structure des droits de propriété de la grande entreprise et la nature des incitations qui en résultent. La perte de contrôle des actionnaires est relativisée par la prise en compte du rôle disciplinaire des marchés à travers les prises de contrôle hostiles. L'idée est simple. Une gestion trop défavorable aux actionnaires sera sanctionnée par le marché sous la forme d'un cours de bourse déprécié, qui fera peser sur les dirigeants la menace d'une prise de contrôle.

Ainsi, au total, la société par actions ne serait que la création d'un système plus sophistiqué de droits de propriété privés permettant dans certaines circonstances qui restent à déterminer de manière précise, l'efficacité la plus grande. Il revient aux travaux de la théorie de l'agence d'apporter une analyse et une formalisation plus poussée des incitations liées aux systèmes de droits de propriété, et par là une démonstration des conditions de l'efficacité des diverses formes organisationnelles.

2.2. La théorie de l'agence:

La théorie de l'agence considère la firme comme un véritable nœud de contrats au sein duquel s'établit l'ensemble des relations entre les parties prenantes ou « *Stakeholders* » dont notamment les actionnaires, les dirigeants, les salariés, les fournisseurs, les clients, etc. Toutefois, les théoriciens de l'agence se focalisent essentiellement sur la relation actionnaire/dirigeant.

⁴⁵ Alchian et Woodward, Cité par X. Hollandts, « Droits de propriété et nature de la firme : une évaluation critique de l'apport du courant Law and Economics à une théorisation du gouvernement d'entreprise », Chaire Alter-Gouvernance, P 13.

2.2.1. La relation d'agence:

L'origine de l'étude de la relation d'agence et des questions qu'elle soulève est située en général dans les réflexions d'Adam Smith sur l'inefficacité des sociétés par actions dont la direction est confiée à un agent non propriétaire qui ne serait pas incité de ce fait à gérer au mieux les affaires qui lui sont confiées. L'ouvrage de Berle et Means remettra sur le devant de la scène le problème entre propriétaire et dirigeant d'une société par actions. Cette relation est alors présentée comme un cas particulier de ce que l'on appellera une « *relation d'agence* ».

2.2.1.1. Définition de la relation d'agence :

Dans leur article « *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure* », publié dans le *Journal of Financial Economics* (1976), Jensen et Meckling écrivent « *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* ». La relation d'agence est donc très générale. Elle recouvre en fait toute relation entre deux individus tel que la situation de l'un (le principal) dépend de l'action de l'autre (l'agent).

Les théoriciens de l'agence considèrent que la délégation du pouvoir de décision à de multiples niveaux est bien l'un des aspects majeurs du fonctionnement de l'entreprise. Coriat et Weinstein⁴⁶ expliquent cette délégation par la « complexité organisationnelle » et la dispersion des connaissances, et plus particulièrement des « connaissances spécifiques » entre les individus. Celle-ci justifie une division du travail, dans la gestion, qui donne le pouvoir de décision à ceux qui détiennent la connaissance spécifique nécessaire.

La théorie de l'agence considère que les dirigeants sont les agents des actionnaires au sein de l'entreprise et qu'ils ont vocation à gérer l'entreprise dans le sens de l'intérêt des actionnaires. Or, les dirigeants et les actionnaires ont des fonctions d'utilité différentes et agissent de façon à maximiser leurs utilités respectives. « *If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal* »⁴⁷. Le conflit d'agence induit par ce constat conduit à l'hypothèse d'un opportunisme des dirigeants qui peut se concrétiser par des stratégies d'enracinement de ces derniers.

2.2.1.2. La source des conflits d'agence :

Les problèmes qu'étudie la théorie de l'agence n'apparaissent cependant que dans la mesure où les intérêts de l'agent et du principal peuvent diverger et surtout où il y a asymétrie de l'information, ce qui est la situation la plus fréquente.

a. Divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants :

Deux motifs sont généralement avancés pour expliquer les divergences d'intérêt entre dirigeants et actionnaires :

⁴⁶B. Coriat, O. Weinstein, « Les théories de la firme entre contrats et compétences », revue d'économie industrielle, N°129-130, 2010. P 66.

⁴⁷ M.C Jensen, W.H.Meckling, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* ,1976, P05.

- ✓ **Le risque :** Les actionnaires, qu'ils soient petits porteurs ou institutionnels possèdent un portefeuille très diversifié. La limitation du risque qui en résulte entraîne à priori une perception des risques encourus différente de celle des dirigeants qui supportent un « risque managérial » non diversifiable à moins de gérer plusieurs sociétés simultanément. G.Charreaux définit le risque managérial comme « *le risque de perte de travail, de perte de réputation sur le marché du travail et/ou de diminution de la rétribution* »⁴⁸. Ceci entraîne une grande aversion au risque de la part des dirigeants qui ont intérêt à sélectionner des stratégies moins risquées que ce qui serait conforme aux intérêts des actionnaires.

- ✓ **L'horizon :** La deuxième source de conflit trouve son origine dans les divergences d'horizon entre dirigeants et actionnaires. L'horizon du dirigeant est conditionné par la présence à la tête de la société⁴⁹. Inversement, l'horizon des actionnaires n'est à priori pas limité puisque pour les sociétés cotées, la possibilité de revente sur le marché liée au caractère négociable des actions, fait que la valorisation se détermine en principe sur un horizon infini. Les dirigeants sont par conséquent conduits à élaborer leur stratégie en fonction de leur durée de présence probable à la tête de l'entreprise.

b. L'asymétrie informationnelle :

Les conflits d'agence trouvent leur origine dans l'asymétrie d'information et dans l'impossibilité de rédiger des contrats complets compte tenu de la rationalité limitée et de l'incertitude.

Il existe une asymétrie informationnelle lorsqu'il y a une différence de qualité (mais aussi de quantité) des informations détenues par le principal et l'agent. L'asymétrie informationnelle résulte de diverses causes : informations inexistantes ou trop coûteuses à acquérir, information privée de l'agent non transmissible ou volontairement dissimulée, capacité cognitive insuffisante. L'asymétrie d'information peut être de nature pré-contractuelle ou post-contractuelle.

- **Précontractuelle:** cette forme d'asymétrie appelée « *sélection adverse* ». Elle reflète une situation dans laquelle, avant de signer un contrat, un des contractants dissimule des informations à l'autre. Par exemple, dans le domaine de l'emploi, l'individu licencié pour une cause infamante cherchera à dissimuler cette information à son employeur potentiel.
- **Post-contractuelle :** une fois la relation d'agence établie, le risque post-contractuel apparaît sous la forme du « *risque moral* » ou (*moral hazard*). Ce dernier trouve également sa source dans l'incertitude informationnelle, mais celle-ci porte désormais sur le comportement de l'agent. Celui-ci peut ne pas tenir ses engagements, par exemple, en fournissant une prestation de qualité inférieure. Cette possibilité est liée aux problèmes d'observabilité et de contrôlabilité des actions de l'agent, dus

⁴⁸G.Charreaux, *Op.Cit.*

⁴⁹ La durée moyenne des fonctions managériales est d'une dizaine d'années en France.

notamment à la fiabilité imparfaite de l'information. Ce risque existe aussi en raison de l'imprécision des termes du contrat concernant la définition des droits de propriété.

Ces différents constats sont à l'origine des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants. Un tel conflit peut se traduire par la mise en œuvre, de la part de l'équipe dirigeante, des stratégies qui s'écartent sensiblement des objectifs des actionnaires. En réponse à ces situations, les modèles principal/agent recommandent le recours simultané à des mécanismes de contrôle et à des incitations financières pour résoudre ou gérer l'antagonisme actionnaires-dirigeants. Mais en règle générale, du fait des problèmes d'information, cela ne peut se faire sans coûts.

2.2.2. Enracinement des dirigeants : la conséquence des conflits d'agence:

Selon les arguments déjà présentés, les dirigeants seraient enclins à entreprendre une stratégie visant à préserver la valeur de leur patrimoine personnel, à les maintenir à la tête de la firme, et éventuellement, à leur permettre de tirer des profits non pécuniaires de l'exercice de leur fonction de direction. A l'évidence, tous ces éléments convergent vers l'adoption par les dirigeants d'une stratégie « d'enracinement » dont l'objectif est le maintien à la direction afin de retirer le maximum de rentes de la position hiérarchique occupée.

2.2.2.1. Définition de l'enracinement:

B.Pigé (1998)⁵⁰ définit l'enracinement comme « *le processus qui permet au dirigeant de s'affranchir de la tutelle de son conseil d'administration, voire de ses actionnaires* ». Les dirigeants développent ainsi des stratégies pour neutraliser les mécanismes de contrôle afin de conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. En procédant ainsi, ils rendent leur remplacement coûteux pour l'organisation à laquelle ils appartiennent, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir ainsi que leur espace discrétionnaire⁵¹. Ils peuvent ainsi gérer l'entreprise dans une optique contraire à la maximisation de la valeur.

2.2.2.2. Les stratégies d'enracinement :

La stratégie de neutralisation des mécanismes disciplinaires est multiforme. La littérature en distingue trois styles majeurs :

- Les investissements spécifiques aux dirigeants ;
- La manipulation de l'information par les dirigeants ;
- Les réseaux relationnels.

✚ Les investissements spécifiques aux dirigeants :

R. Rajan, L. Zingales (1998)⁵² proposent de définir l'entreprise comme un ensemble d'investissements spécifiques, une combinaison complémentaire d'actifs et de capital humain, ce qui implique que l'entreprise ne peut pas être imitable instantanément par le marché. Cela

⁵⁰Idem

⁵¹H.Alexandre ,M.Paquerot, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », Revue « Finance Contrôle Stratégie » Volume 3, N° 2, juin 2000, P 06.

⁵² Cité par A. Reberieux « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale », Revue d'économie industrielle. Vol. 104. 4^{ème} trimestre 2003. P 90.

implique que les combinaisons sont uniques et que la disparition ou le remplacement de l'un des éléments modifie le résultat d'ensemble.

C'est dans ce sens que le dirigeant procède à la réalisation d'investissements peu reproductibles, qui lui sont spécifiques et dont il essaiera de maximiser la valeur. Un investissement est dit spécifique au dirigeant quand il subit une perte de valeur en cas de départ de ce dernier.

Ces investissements spécifiques vont entraîner la réalisation de projets en relation directe avec leur formation ou expérience, même si ceux-ci ne sont pas nécessairement les plus rentables pour l'entreprise. Ces investissements spécifiques aux managers risquent de les rendre rapidement indispensables. Pour cette raison, les dirigeants deviennent difficilement remplaçables.

✚ La manipulation de l'information par les dirigeants :

Le dirigeant peut profiter de son avantage informationnel pour accroître la dépendance des actionnaires et l'ensemble des autres partenaires de la firme. Ainsi, le dirigeant peut investir par exemple dans des activités de visibilité faible (les investissements en Recherche et Développement ou en innovation par exemple) ce qui rend difficile leur contrôle et leur évaluation. Cette situation accroît l'incertitude perçue par les autres dirigeants concurrents, qui par la même, sont moins incités à remplacer le dirigeant en place.

Par ailleurs, le dirigeant peut chercher à rendre l'information d'appréhension très complexe, et ce, en modifiant les structures en place, en favorisant la croissance de l'entreprise ou en développant des contrats implicites avec l'ensemble des partenaires de l'organisation. Enfin, le dirigeant peut pratiquer la rétention d'information, notamment celle qui lui est préjudiciable et favoriser le foisonnement des informations mettant en avant son capital humain.

✚ Les réseaux relationnels :

Un autre moyen d'enracinement de plus en plus étudié est celui des réseaux relationnels (formels et informels) développés par le dirigeant et basés sur des contrats (implicites ou explicites) passés par ce dernier avec les différents acteurs intervenant dans la vie de la firme.

Le dirigeant peut ainsi nouer des liens avec les administrateurs de la firme, notamment si l'on sait qu'il est souvent lui-même Président du conseil d'administration. De même, les dirigeants réputés ont tendance à être choisis comme administrateurs d'autres entreprises, ce qui crée des imbrications assez complexes dans lesquelles les dirigeants de certaines entreprises se trouvent être les administrateurs d'autres sociétés où leurs administrateurs sont dirigeants et vice-versa.

Par ailleurs, le dirigeant peut privilégier un enracinement basé sur le réseau relationnel actionnarial, et ce, en liant des relations avec un ou plusieurs groupes d'actionnaires ou encore en augmentant sa participation dans le capital de l'entreprise qu'il dirige.

2.2.3. La création de valeur actionnariale et théorie de l'agence :

Issu du débat ouvert par Berle et Means concernant la firme managériale, le modèle financier de la gouvernance est habituellement associé à la théorie de l'agence. Ce modèle actionnarial s'appuie cependant sur la branche normative de cette dernière –le courant dit « principal-agent »- qui pose par hypothèse que les actionnaires sont les seuls principaux et les dirigeants les agents. La TPA a constitué le socle théorique du retour en force des actionnaires dans la seconde moitié des années 1980.

La théorie positive de l'agence rejette l'hypothèse usuelle de propriété et identifie les actionnaires aux services qu'ils rendent à l'entreprise : celui de fourniture de liquidités et d'assomption du risque. À la notion de propriété est alors substituée celle de « relation d'agence » (*Agency Relationship*), pour décrire la nature de la relation entre actionnaires et managers.

L'appui sur la notion de relation d'agence conduit à adopter le modèle de valeur actionnariale comme modèle de référence. En effet, qualifier la relation entre actionnaires et gestionnaires de relation d'agence, c'est reconnaître que les dirigeants sont les agents des actionnaires et qu'ils ont été embauchés pour servir les intérêts de ces derniers. L'objectif de la firme ou de ses dirigeants se réduit donc à la maximisation de l'utilité du groupe des actionnaires.

Par ailleurs, la TPA met clairement en évidence les difficultés engendrées par la séparation entre les actionnaires (le principal), et les managers (l'agent). Les managers sont considérés comme étant mieux informés que les actionnaires, ce qui ouvre la voie à l'opportunisme des premiers. C'est ainsi que certaines décisions prises par ces managers aboutissent à réduire la part du profit qui doit revenir aux actionnaires, d'où la nécessité de la mise en place de certains mécanismes de contrôle afin de protéger les intérêts des actionnaires. Ceci conduit à attribuer au système de gouvernance le rôle exclusif de sécuriser l'investissement financier. Les mécanismes de gouvernance constituent selon cette perspective disciplinaire, des moyens d'obliger les dirigeants à « maximiser » la valeur actionnariale.

D'autre part, si le rôle des marchés comme instrument disciplinaire est réaffirmé par la TPA, celle-ci prête également attention aux mécanismes internes de gouvernance d'entreprise et en particulier au conseil d'administration. le contrôle du conseil d'administration par les seuls porteurs des fonds propres constitue donc un arrangement efficace.

Cette préférence apparente accordée aux actionnaires est justifiée par le fait que ce sont eux qui assument le risque dans le réseau de contrats que constitue la firme et que par conséquent, le droit de surveillance et de contrôle leur revient. Pourtant, ce lien assomption du risque / droit au contrôle constitue une assise bien fragile à la valeur actionnariale.

De fait, l'intensité du risque porté par les actionnaires dans une société cotée peut être relativisée. La négociabilité de leur actif leur confère un avantage grandissant à mesure que s'accroissent la liquidité et la profondeur des marchés boursiers. Cette croissance se traduit

par un rapport de force de plus en plus favorable aux actionnaires, à même de réduire les risques encourus. Cette réduction du risque porté par les actionnaires s'accompagne nécessairement, à niveau de risque donné, d'un accroissement du risque porté par les autres parties prenantes, et notamment par les salariés

La diffusion du principe de création de valeur actionnariale modifie le statut de l'actionnaire⁵³ : de créancier résiduel, l'actionnaire se transforme en créancier protégé, à la manière des prêteurs. Il acquiert des garanties de retour sur son investissement, certes non contractuelles, mais bien réelles. En d'autres termes, c'est le pouvoir de négociation *ex post* des porteurs de fonds propres qui s'est accru, plutôt que les garanties légales et contractuelles dont ils bénéficient.

2.3. La théorie des coûts de transaction :

L'apport d'O. Williamson se situe dans le prolongement des travaux de Coase. Son raisonnement est bâti sur deux hypothèses du comportement relatives à la capacité cognitive des individus et à leur mode recherche de l'avantage personnel.

2.3.1. Le contenu de la théorie des coûts de transaction :

Williamson reprend à son compte le concept de rationalité limitée qu'il emprunte à son ancien professeur *Herbert Simon* pour en faire un des piliers de sa construction. Il considère l'espace économique comme un réseau de contrats bilatéraux. Si les co-contractants avaient une rationalité complète, ils seraient en mesure de préciser dans leurs contrats tous les événements ou états de la nature pouvant se réaliser ainsi que les réponses qu'ils apporteront à leur survenance, les contrats seraient par conséquent complets. Mais le fait est que les agents ont des capacités cognitives limitées, ils ne peuvent pas dans des environnements complexes prévoir tous les événements futurs. De plus les informations complexes sont parfois difficiles à traduire dans un langage courant suffisamment précis pour être utilisé dans les contrats.

De cette conception, Williamson tire essentiellement une implication : les contrats seront, le plus souvent, des *contrats incomplets*. Cela a des conséquences majeures sur le déroulement de la relation contractuelle : les failles contractuelles peuvent entraîner la nécessité de renégociation et peuvent ouvrir la voie à des comportements dits *opportunistes* qui poussent les agents à rechercher leur intérêt personnel en recourant à la ruse, et à diverses formes de tricherie. La notion de comportement opportuniste est utilisée par O.E Williamson pour élargir la conception néo-classique du comportement économique orienté par l'intérêt individuel⁵⁴. L'opportunisme repose sur une révélation incomplète, déformée ou falsifiée de l'information par un agent, ou à épuiser, de bonne foi, toutes les possibilités d'interprétation des contrats⁵⁵.

Le problème est alors de savoir ce qui va se passer en cas d'événements imprévus. Les modes de gouvernance vont précisément se différencier par la manière de gérer ces

⁵³F.Lordon, «La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », L'Année de la Régulation, volume 4.

⁵⁴G.Koenig, *op.cit*, P 65.

⁵⁵Idem

événements imprévus. Deux formes polaires de structures de gouvernance sont identifiées. L'une qui s'apparente au marché, est caractérisée par un encadrement strict grâce à un système de prix entièrement défini ex-ante. L'autre, l'entreprise, est une structure « intégrée », favorisant l'interprétation *in situ* et donc la souplesse. « *Le propre de l'intégration, fondé sur un rapport d'autorité, étant de donner à l'une des parties le pouvoir de prendre de manière discrétionnaire, les décisions adaptées aux événements, et donc de permettre une adaptation de l'organisation, sans renégociation* »⁵⁶.

Les agents choisissent le système de gouvernance le plus économe pour chaque transaction, c'est-à-dire celui qui minimise les coûts de transaction. « *Le choix d'une structure organisationnelle répond avant tout à un critère d'efficacité : sera choisi l'arrangement institutionnel qui minimise les coûts, coûts de transaction et coûts de production* »⁵⁷.

L'efficacité d'une structure de gouvernance à encadrer une transaction n'est déterminée que par les attributs de cette transaction : l'incertitude, la fréquence de la transaction et la spécificité des actifs.

Pour un niveau d'incertitude donné, tant que l'investissement est non spécifique, les coûts de transaction sont faibles. Le marché reste la structure organisationnelle efficiente quelle que soit la fréquence de la transaction. L'existence d'actifs spécifiques combinée à une fréquence élevée de la transaction impose une structure de gestion spécifique, organisant les relations entre les parties selon « un contrat personnalisé ». Cette structure peut prendre deux formes : soit l'internalisation (la structure unifiée), soit une structure bilatérale qui maintient l'autonomie des parties⁵⁸.

2.3.2. La théorie des coûts de transaction et création de valeur actionnariale :

En 1985, dans le chapitre XII, intitulé « *Corporate Governance* », de « *The Economic Institutions Of Capitalism* », Williamson applique pour la première fois son analyse à la gouvernance d'entreprise, c'est-à-dire à la répartition du pouvoir dans les grandes entreprises cotées. L'approche transactionnelle de la gouvernance tente de définir, pour chaque groupe d'individus (travailleurs, financiers, ...) la structure de gouvernance la plus appropriée à la transaction requise (activité productive, financement,...), en fonction de son degré de spécificité.

Williamson assimile les différents instruments de financement à des structures de gouvernance : leur forme sera donc indexée sur les caractéristiques de la transaction sous-jacente, autrement dit, de l'investissement réalisé grâce aux fonds levés. Si l'investissement considéré est peu spécifique, une structure faiblement intégrée, caractérisée par des règles strictes, est optimale : un contrat de dette s'impose. A contrario, si la spécificité de l'investissement est élevée, il sera nécessaire de construire une structure intégrée, au caractère

⁵⁶B.Coriat et O.Weinstein, « Les théories de la firme entre « contrats » et « compétences » », Revue d'économie Industrielle, N° 129-130 1^{ER} et 2^{me} trimestres 2010. P 62.

⁵⁷B.Coriat, « Les nouvelles théories de l'entreprise », le livre de poche, références, 1995, P 59.

⁵⁸ Il s'agit des formes de coordination intermédiaires entre firme et marché : la sous-traitance, le partenariat, les alliances,.....

a priori peu contraignant. Un financement par actions est choisi. Ainsi, si l'entreprise veut réaliser des investissements spécifiques, elle sera obligée de se financer par actions ; mais du même coup, elle devra accorder le contrôle de son organe stratégique aux porteurs de fonds propres.

Le chef de file des néo-institutionnalistes privilégie dans son analyse les actionnaires pour qui la transaction porte sur l'échange de capitaux sous la forme de fonds propres. Selon lui, cette transaction est par nature propice à un « *hold-up* » car l'actionnaire est dépossédé de son service contrairement aux salariés dont le capital humain est intrinsèquement inaliénable⁵⁹. Cette particularité de la transaction expose l'actionnaire à un risque fort d'expropriation. En effet, si les parties prenantes, autres que les actionnaires, sont correctement protégées par leurs contrats, les caractéristiques particulières de la transaction que constitue l'apport de capital financier, font que les actionnaires sont particulièrement exposés au risque d'opportunisme et assument l'essentiel du risque résiduel⁶⁰.

Hansman (1996)⁶¹ complète ces arguments en faveur de la valeur actionnariale en faisant intervenir le coût du contrôle des dirigeants. L'homogénéité présumée des intérêts des actionnaires permettrait une décision collective peu coûteuse⁶². Un coût trop élevé pourrait faire plus que compenser l'économie de coût de transaction réalisée en confiant le contrôle aux seuls actionnaires.

Ces arguments plaident pour une asymétrie de traitement entre les actionnaires et les autres parties prenantes, et concluent à la nécessité d'une structure protectrice pour les actionnaires : le conseil d'administration. Blair et Stout (1999) pensent que les droits de contrôle de cet organe « indépendant » doivent être attribués aux actionnaires de façon à sauvegarder leurs intérêts et à réduire les coûts de cette transaction particulière. Ils justifient cet arrangement par le caractère synthétique de l'intérêt des actionnaires. Autrement dit, l'intérêt des actionnaires tend à se confondre avec celui de l'entreprise, ce qui est l'argument le plus couramment employé pour défendre la valeur actionnariale.

⁵⁹ A. Reberioux « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale », Revue d'économie industrielle. Vol. 104. 4^{ème} trimestre 2003. P 88.

⁶¹ Cité par G. Charreaux, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, Décembre 2004, P 07.

⁶² Cette hypothèse se trouve invalidée s'il existe des conflits entre les actionnaires dominants détenteurs de blocs de contrôle et les minoritaires.

Conclusion du chapitre 1 :

La création de valeur actionnariale est matérialisée par la rentabilisation des capitaux apportés par les actionnaires à travers la génération de rendements supérieurs au coût des ressources mises à la disposition de l'entreprise. Cette création de valeur ne mesure pas la rentabilité normale d'un investissement, mais l'excédent de rentabilité par rapport à la norme. C'est une sur-rentabilité.

La primauté de l'intérêt de l'actionnaire sur celui des autres parties prenantes est reconnue par le courant contractuel des théories de la firme. Le sous-jacent théorique implicite du modèle *Shareholder* est celui de la rationalité économique néoclassique ; les individus sont rationnels, maximisateurs et opportunistes. Les dirigeants, mandataires des actionnaires sont ainsi tentés de servir leurs propres intérêts. Le rôle assigné à la gouvernance d'entreprise est plus que jamais d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires à l'aide de leviers incitatifs et de mécanismes de contrôle.

Les mécanismes de gouvernance sont élaborés afin de réduire l'espace discrétionnaire du dirigeant et de protéger la partie prenante la plus lésée dans la relation d'entreprise : l'actionnaire. Parmi ces mécanismes, figurent des mécanismes externes, spontanés, représentés par les forces des marchés, notamment le marché de prise de contrôle ou encore celui des cadres dirigeants, mais aussi par des mécanismes intentionnels élaborés en interne, dont le principal est le conseil d'administration qui a le pouvoir de congédier les dirigeants et dispose d'un levier particulièrement efficace ; le système de rémunération. Les mécanismes de gouvernance constituent selon cette perspective disciplinaire, des moyens d'obliger les dirigeants à maximiser la valeur actionnariale.

Chapitre 2 :
La mesure de la
création de valeur
actionnariale

Introduction au deuxième chapitre:

Avant l'avènement de la notion de création de valeur, il existait une multitude d'indicateurs et de méthodes d'évaluation de la performance d'une entreprise. Cependant, ces outils du plus simple au plus complexe, ne reflètent pas fidèlement la réalité économique ; le bénéfice par action (BPA), le Price Earning Ratio (PER) ou encore le Return On Equity (ROE) peuvent s'avérer de très mauvais indicateurs de la capacité bénéficiaire réelle de l'entreprise car ils peuvent subir l'influence des politiques comptables « taillées sur mesure ». De surcroît, ces indicateurs ne prennent pas en compte le coût réel des capitaux investis puisqu'ils n'intègrent dans leur calcul que le coût de l'endettement et ignorent de ce fait le coût des capitaux apportés par les actionnaires, à savoir le coût des fonds propres.

L'idée fondamentale qui est à l'origine des différents modèles consiste à dire qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées ou encore le coût du capital. Cela signifie en clair qu'il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur. En effet, si le coût des dettes financières est bien pris en compte dans le compte de résultat, il n'en va pas de même pour les fonds propres. Or, les fonds propres ne sont pas une source de financement gratuite; les actionnaires exigeant une « juste » rémunération pour le risque pris.

La mesure de la création de valeur nécessite de définir précisément ce que l'on entend par « rentabilité des capitaux investis », et « coût du capital » et comment on peut estimer ces grandeurs en pratique, ceci fera l'objet des deux premières sections de ce chapitre. La troisième section quant à elle, abordera les différentes approches développées par les cabinets de conseil en management pour estimer la *Shareholder Value*. Un accent sera cependant mis sur une approche particulière qui a gagné l'aval des analystes financiers et la préférence des actionnaires ; l'EVA.

Section 1 : La rentabilité des capitaux investis

Dans une économie de marché et particulièrement pour une société cotée en bourse, il est indispensable que l'entreprise offre à ses actionnaires une rentabilité suffisante pour compenser les risques que ces derniers assument. Faute d'une telle rentabilité, l'entreprise ne pourra se procurer les fonds propres dont elle a besoin pour son développement. A terme, si la rentabilité fait défaut, elle risque de voir chuter son cours de bourse et d'être l'objet d'une OPA ou plus discrètement d'un « ramassage » en bourse. Bref, son avenir comme son indépendance seront menacés.

1. Définition de la rentabilité :

Selon C.Hoarau⁶³ la rentabilité est définie comme « *l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investis, autrement dit, à dégager un certain niveau de résultat ou de revenu pour un montant donné des ressources engagées dans l'entreprise. Un taux de rentabilité exprime le rapport entre un flux de revenu perçu au cours d'une période et la masse de capitaux investis pour l'obtenir* ». On distingue deux types de rentabilité ; la rentabilité économique et la rentabilité financières.

1.1. La rentabilité financière :

1.1.1. Définition :

La rentabilité financière, ou Return On Equity (ROE) exprime la performance de l'entreprise après prise en compte de sa performance financière et fiscale et mesure la rentabilité ou le rendement comptable des capitaux propre⁶⁴. Elle est calculée en rapportant le résultat net réalisé au total des capitaux propres de l'entreprise.

$$ROE = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Cette rentabilité dépend principalement de la rentabilité économique des capitaux employés, de la politique de financement de l'entreprise, c'est-à-dire de son arbitrage entre les fonds propres et la dette financière, et du coût de l'endettement. Les effets combinés de ces éléments peuvent être appréhendés par l'analyse de l'effet financier.

1.1.2. Analyse de l'effet de levier financier :

L'analyse de l'effet de levier financier permet de simuler l'évolution de la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise en fonction d'une modification de la politique de financement de la firme, c'est-à-dire de son levier.

La rentabilité des capitaux propres est égale à la rentabilité économique après impôts augmentée de l'effet de levier. Ce dernier est mesuré par l'écart entre la rentabilité économique et le coût de la dette, multiplié par le levier d'endettement tel que présenté par la formule suivante⁶⁵ :

⁶³ C.HOARAU, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008, P 172.

⁶⁴ Idem.

⁶⁵ Pour une démonstration de la formule, voire M.Albouy « Décisions financières et création de valeur », éd Economica, Paris, 2003, P 45.

$$R_f = R_e + (R_e - i) \lambda$$

Avec :

R_f : Rentabilité financière des capitaux propres

R_e : Rentabilité économique

i : taux d'intérêt de la dette

λ : levier d'endettement. Il est égal au rapport de la dette sur les capitaux propres D/FP.

Selon cette formule, l'effet de l'endettement sur la rentabilité financière dépend de la rentabilité économique. Trois cas d'effet de levier financier sont envisageables :

$R_e > i$: l'excédent de rentabilité économique bénéficie aux actionnaires. La rentabilité des capitaux propres croît avec l'endettement. L'entreprise constate dans ce cas un effet de levier positif.

$R_e = i$: l'endettement n'a pas d'effet sur la rentabilité financière. Dans ce cas, il y a neutralité de la structure financière.

$R_e < i$: La rentabilité économique est insuffisante pour absorber le coût des dettes. Le paiement des intérêts pénalise les actionnaires qui doivent consentir une diminution de leur rentabilité. L'effet de levier est négatif (effet de massue). Dans ce cas, plus l'entreprise s'endette, plus la rentabilité des capitaux propres diminue.

Dans la mesure de la création de valeur actionnariale, on ne pourrait limiter la rentabilité à la seule rentabilité des capitaux propres, qui présente selon *G.Denglos*, plusieurs inconvénients⁶⁶ ; Elle est tout d'abord sensible à la structure financière. Substituer de la dette aux fonds propres, diminue la valeur portée au dénominateur et augmente mécaniquement la rentabilité ainsi calculée. Aussi, les fonds propres ne sont pas les seules ressources à l'origine du bénéfice, les dettes financières à long terme y concourent également. Au numérateur, le bénéfice net a pour inconvénient d'inclure les produits financiers qui déforment la rentabilité, au travers des produits financiers et qui n'ont, comme les éléments exceptionnels, qu'un lointain rapport avec le cœur de métier du groupe.

1.2. La rentabilité économique :

La rentabilité économique mesure la performance des activités industrielles et commerciales de l'entreprise. Elle est représentative de la performance économique de l'entreprise indépendamment de sa structure financière et de la répartition de ses gains entre actionnaires et créanciers. L'analyse de cette dernière vise à apprécier l'efficacité⁶⁷ de l'entreprise dans l'utilisation des ressources dont elle dispose compte tenu de la nature de son activité et de ses objectifs stratégiques.

La rentabilité économique est appréciée à partir de ratios qui comparent une marge ou un résultat d'exploitation ou opérationnel au montant de la masse des capitaux employés dans

⁶⁶G.Denglos « Le modèle de création de valeur », Revue Des Sciences De Gestion, N° 213, 2005, P 43-60.

⁶⁷ L'efficacité est définie comme étant l'aptitude de l'entreprise à minimiser ou à économiser des ressources pour un résultat donné.

les activités de l'entreprise. Il existe deux indicateurs de la rentabilité économique: Le ROA (Return On Assets) et le ROCE (Return On Capital Employed).

1.2.1. Le ROA (Return On Assets) :

Le *Return On Assets*, ou taux de rendement de l'actif investi, fait référence à la rentabilité des actifs nets. Il mesure le rendement ou retour sur tout ou partie des actifs inscrits au bilan et fournit des informations sur l'utilisation que l'entreprise en fait pour générer de la rentabilité. Ce ratio est calculé en comparant le résultat net avec l'actif mobilisé dans l'activité.

$$\text{ROA} = \frac{\text{résultat net}}{\text{actif}}$$

1.2.2. LE ROCE (Return On Capital Employed):

La mesure de la valeur créée à destination des prêteurs, créanciers et actionnaires, s'effectue en soustrayant le coût du capital au résultat économique. Il faut donc se placer au niveau opérationnel pour éviter de déduire deux fois le coût des dettes financières et tenir compte de l'imposition dès lors qu'une partie du résultat est vouée à disparaître⁶⁸. Il s'agit donc de retenir une rentabilité opérationnelle mesurée par le ratio ROCE : on rapporte le résultat d'exploitation net d'impôt (le NOPAT anglo-saxon, « *Net Operating Profit After Taxes* »), au montant des capitaux investis (CI).

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CI}}$$

Cet indicateur procure l'avantage d'être une mesure de la rentabilité de tout le capital investi et de ne pas être sensible à la structure financière. En effet, substituer la dette aux fonds propres aura pour conséquence de réduire le coût du capital, mais ne modifiera pas la rentabilité des capitaux investis mesurée de cette manière.

2. Définition des variables :

Pour la mesure de la création de valeur actionnariale, l'indicateur de la rentabilité économique retenu par les praticiens de la finance est le ROCE ou rentabilité des capitaux investis. Nous allons dans ce qui suit développer les deux notions clés pour son calcul, à savoir le NOPAT et les capitaux investis CI.

2.1. le NOPAT :

2.1.1. Définition :

Le NOPAT, ou Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé (REMIC) en français, mesure la performance de l'activité d'exploitation de l'entreprise indépendamment des éléments hors exploitation et de son activité de financement. En d'autres termes, il isole l'activité d'exploitation, l'essence même de la firme, de l'activité hors exploitation due à des éléments exceptionnels, non récurrents et non maîtrisés par celle-ci.

⁶⁸G.Denglos, *op.cit.*

La logique sous-jacente au NOPAT est que l'entreprise doit s'efforcer de dégager des résultats par son activité principale, c'est-à-dire celle qui est inhérente au processus d'investissement et à son activité commerciale. Ainsi, baser une analyse de performance sur un résultat net peut conduire à de fausses interprétations surtout dans le cas où l'entreprise excelle plus dans des activités hors exploitation.

2.1.2. Calcul du NOPAT:

Le NOPAT tient compte de l'impôt, déduit habituellement à la fin du compte de résultats. Le résultat d'exploitation doit être minoré de l'impôt sur le bénéfice des sociétés. En Français, le terme « corrigé » renvoie à la part de l'imposition du seul résultat d'exploitation.

$$\text{NOPAT} = \text{Résultat d'exploitation} - \text{Quote-part d'IBS}$$

$$\text{NOPAT} = \text{RE} * (1 - \text{IBS})$$

La notion de NOPAT considère que l'entreprise n'est financée que par des fonds propres et qu'elle n'a pas de frais financiers. Elle paye donc un impôt sur le résultat d'exploitation sans bénéficier de la déduction fiscale à laquelle donnent lieu les intérêts payés. Ceci permet de neutraliser l'impact de la politique financière afin de distinguer la vraie performance opérationnelle de l'entreprise.

Le résultat d'exploitation constitue un indicateur du profit économique de l'entreprise. Il mesure la performance industrielle et commerciale de l'entreprise indépendamment de toute politique financière, fiscale, de distribution de dividendes mais en tenant compte de la consommation du capital fixe (amortissement).

Cependant, il est important de signaler que le résultat d'exploitation dont il est question est le résultat d'exploitation avant charges et produits financiers modifié, c'est l'EBIT des Anglo-Saxons (*Earning Before Interest and Taxes*) qui est calculé comme suit :

+ Résultat d'exploitation
+ Cout net des restructurations
+/- Valeur de cession d'actifs d'exploitation
+ Autres produits/ charges exceptionnels opérationnels
+ Participation des salariés
= EBIT

2.2. Les capitaux investis :

Les capitaux investis, aussi appelés l'actif économique, sont mobilisés sous forme d'investissements dans des actifs incorporels, corporels et financiers et de besoin en fonds de roulement d'exploitation ou opérationnel. Ils sont financés par fonds propres et/ ou endettement et doivent dégager une rentabilité au moins égale au cout du capital pour maintenir la valeur de l'entreprise. Pour les mesurer, deux approches sont possibles :

- L'approche par le passif ou des ressources ;
- L'approche par l'actif ou des emplois.

2.2.1. L'approche par le passif

Les capitaux investis, vus du passif, sont représentés par le montant des fonds propres et le montant des dettes financières. Ces dernières comprennent aussi bien les dettes au sens large que les effets escomptés non échus.

$$\text{Capitaux investis} = \text{fonds propres} + \text{dettes financières nettes.}$$

2.2.2. L'approche par l'actif

Les capitaux investis du côté de l'actif représentent l'emploi des ressources apportées par les bailleurs de fonds et qui sont allouées à l'exploitation de l'entreprise. Ils sont composés des immobilisations d'exploitation et du besoin de financement lié au cycle d'exploitation appelé couramment besoin en fonds de roulement d'exploitation ou opérationnel (BFRE ou BFRO).

$$\text{Capitaux engagés} = \text{immobilisations nettes} + \text{besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE).}$$

Le BFRE est un besoin cyclique, et est de ce fait permanent⁶⁹. Il indique quel est le montant des capitaux immobilisés dans le cycle d'exploitation ou opérationnel, et que l'entreprise doit détenir pour financer les stocks ainsi que les décalages temporels entre décaissements des achats et des frais généraux, et encaissements des ventes. Le besoin en fonds de roulement d'exploitation se calcule comme suit :

+ Stocks :	Matières premières, marchandise, produits finis
+ Créances d'exploitation :	Clients, avances versées à des fournisseurs et autres créiteurs d'exploitation
- Dettes d'exploitation :	Dettes fournisseurs, dettes fiscales et sociales, avances reçues des clients et autres débiteurs d'exploitation
= BFRE	

Quant aux immobilisations, elles sont estimées en net, c'est-à-dire après déduction des amortissements et provisions. Ceci s'insère dans une approche patrimoniale où, faute de disposer d'une valeur de marché de l'actif économique, on l'estime à partir des valeurs nettes comptables, éventuellement corrigées de l'inflation. Mais la pratique montre qu'il est aussi possible de retenir le montant brut de l'actif économique. La logique dans ce cas est d'apprécier la rentabilité des capitaux investis à partir du montant d'origine des ressources engagées, éventuellement corrigées de l'inflation.

3. Les retraitements :

Avant de s'atteler à calculer la rentabilité des capitaux investis et d'analyser la performance économique de l'entreprise, il faut savoir que les données comptables sont biaisées et que des retraitements s'imposent. Un retraitement comme son nom l'indique signifie la comptabilisation d'une opération différemment pour passer d'une logique

⁶⁹ Contrairement au besoin en fonds de roulement hors exploitation BFRHE qui regroupe des éléments acycliques et instables qui ne sont pas pris en considération dans le calcul des capitaux engagés.

comptable à une logique économique. Les retraitements à effectuer ont des incidences aussi bien sur les capitaux investis que sur le NOPAT. L'objectif recherché de cette opération consiste à revenir sur la manière dont sont comptabilisées certaines opérations et qui ne correspond pas à leurs caractéristiques économiques.

3.1. La nécessité des retraitements :

Elaborés à partir de référentiels comptables sous-tendus par des postulats et des conventions, et influencés par le contexte juridique et/ ou financier (malgré la recherche d'une plus grande convergence avec le référentiel IFRS), les données de la comptabilité peuvent également faire l'objet de gestion, voire de manipulation de la part des dirigeants pour donner l'image souhaitée de la situation financière de l'entreprise. Dans ces conditions, elles souffrent de distorsions par rapport à la réalité qui doivent être neutralisées par des retraitements des états financiers.

Les retraitements préalables des informations comptables sont nombreux et divers. Ils consistent en des reclassements de postes comptables, des réintégrations d'informations au sein des états financiers ou à l'inverse des éliminations, et enfin des corrections de valeur.

Ces retraitements nous permettront d'apprécier la récurrence des résultats économiques, de calculer le montant des capitaux employés, en particulier le montant structurel du besoin en fonds de roulement d'exploitation BRFE, afin de déterminer la rentabilité économique et financière de l'entreprise, d'estimer le niveau des risques, et notamment le montant réel de l'endettement et des engagements financiers, et enfin d'évaluer la capacité de l'entreprise à dégager des flux de trésorerie à partir de ses activités.

3.2. Les postes retraités :

Il existe une kyrielle de retraitements nécessaires pour arriver à traduire le plus fidèlement possible la réalité économique, nous nous limiterons dans ce qui suit à présenter les postes les plus importants à savoir :

3.2.1. Le capital souscrit non appelé :

C'est une créance que détient l'entreprise sur ses actionnaires. Il correspond au capital qui n'a pas encore été versé à l'entreprise, il convient donc de le soustraire.

3.2.2. les non valeurs :

Il s'agit des dépenses inscrites sur option au bilan qui sont des non valeurs et qui doivent de ce fait être déduites des capitaux propres. On citera les primes de remboursement des obligations qui représentent la différence entre le prix de remboursement des obligations et leur prix d'émission inscrit en dettes financières, les frais d'établissement, les frais d'augmentation de capital, de fusion et de scission.

3.2.3. Les frais de recherche et de développement R&D :

Ce sont des actifs générés en interne dont la valorisation et la comptabilisation sont à la discrétion de l'entreprise. Les dirigeants auront tendance, en effet, à les comptabiliser en charges durant les périodes rentables afin de réduire l'impôt sur les bénéfices, et inversement en cas de difficultés, à les inscrire à l'actif afin de dégager un résultat bénéficiaire.

Les frais de R&D ont des bénéfices potentiels qui vont s'étaler dans le temps, ils sont considérés comme des investissements. Ne pas les capitaliser revient à sous-évaluer les capitaux investis et par conséquent à gonfler leur rentabilité. Il convient donc d'intégrer au NOPAT le montant des frais de R&D annuel (pour éliminer l'incidence des charges passées durant l'exercice) et de le diminuer seulement du montant de l'amortissement constaté durant l'année. Pour ce qui est des capitaux investis, le retraitement intègre le total des montants de recherche et développement capitalisés nets des amortissements cumulés.

Ce retraitement permet de stimuler les R&D fortement créatrices de valeur dans l'entreprise. Ainsi, Woolridge⁷⁰ analysant la réaction de la bourse suite à l'annonce de dépenses d'investissements stratégiques (investissements en recherches et développements), conclue à une réaction positive des marchés financiers traduite par une augmentation du cours en bourse de la société, dans les deux jours qui suivent l'annonce.

3.2.4. Le crédit-bail :

Les contrats de crédit-bail viennent diminuer le capital réellement investi puisqu'ils ne figurent pas dans le bilan tant que l'entreprise n'en est pas propriétaire. Il s'agit dès lors d'ajouter au capital investi leurs valeurs présentes en actualisant les loyers futurs au coût de l'emprunt. La contrepartie est à classer dans les dettes financières. Au fur et à mesure de l'amortissement de ces biens, le montant correspondant à la dotation aux amortissements est déduit de l'endettement (comme un remboursement d'emprunt) et de la valeur brut de l'actif.

Il faut ensuite accroître le résultat opérationnel des dépenses d'intérêt, obtenues par le produit de la valeur actuelle du contrat de crédit-bail avec le coût d'emprunt. En effet, les charges de crédit-bail de l'année en cours ont en principe été comptabilisées dans les charges opérationnelles. Pour le reste, Assimiler les loyers futurs à des dettes revient à considérer que les charges afférentes seront transférées du côté des charges financières. En amont, le résultat opérationnel ne doit donc pas les prendre en compte ; il s'en trouve augmenté et la politique de financement est neutralisée.

3.2.5. Les effets escomptés non échus (EENE) :

Les effets escomptés non échus sont des éléments hors bilan, ils représentent les effets de commerce non échus que l'entreprise a escomptés auprès de son banquier pour obtenir des liquidités. Pour une meilleure appréciation du besoin en fonds de roulement d'exploitation on procède au retraitement suivant : le montant des EENE est réintégré à l'actif du bilan dans les créances clients et la charge d'intérêt de l'escompte dans le NOPAT.

3.2.6. Les amortissements

La durée d'amortissement appliquée aux investissements ne correspond forcément pas à leur durée de vie économique. Très fréquemment, des investissements d'une valeur comptable nulle, continuent à contribuer à l'activité de l'entreprise et à générer des résultats. Dans l'optique de la création de valeur, c'est la durée de vie économique qui doit être prise en

⁷⁰ Cité par Copeland.T, Koller.T, Murrin.J, *Op.Cit.* P 98

compte dans le calcul des dotations aux amortissements. Il en découle que les amortissements constatés par l'entreprise doivent être révisés soit à la hausse soit à la baisse, selon que la durée d'amortissement soit supérieure ou inférieure à la durée de vie économique de l'investissement. Cela se traduit par l'augmentation ou la diminution des capitaux investis et du NOPAT.

3.2.7. Les charges et produits exceptionnels :

Les produits exceptionnels rentrent dans la conception du résultat de l'exercice et viennent en augmentation des capitaux propres, et par conséquent des capitaux investis. En revanche, ces rentes exceptionnelles de l'entreprise ne sont pas des ressources qui sont produites par l'exploitation, ce qui surestime les capitaux engagés dans l'exploitation, donc un retraitement est justifié.

De même, une charge exceptionnelle diminue les capitaux investis, mais cela n'est pas à l'origine de l'exploitation courante. Ce qui sous-estime les capitaux investis. En conséquence, pour une meilleure vision économique, les charges exceptionnelles viennent en augmentation des capitaux investis tandis que les produits exceptionnels seront diminués des CI.

3.2.8. Les reports à nouveau négatifs :

Les pertes que l'entreprise a enregistrées au cours des exercices passés viennent en diminution des fonds propres et par conséquent des capitaux investis, sans correspondre à des retours de liquidités aux investisseurs. Ces pertes doivent être capitalisées, c'est-à-dire incorporées dans les capitaux investis.

3.2.9. Les impôts différés :

Un impôt différé naît de la différence d'échéance entre le résultat fiscal et le résultat donné par le plan comptable. Le plus souvent à cause d'une dépréciation des immobilisations. En effet, Sur la durée de vie d'un actif, l'amortissement total est le même dans les deux cas, mais la constatation des dépenses de dépréciation intervient selon un échéancier différent. Il en résulte généralement un résultat social supérieur au résultat fiscal.

Lorsqu'elles constituent des provisions pour charges futures, les entreprises génèrent des avoirs sur impôts différés qui viennent en déduction du résultat social, mais qui ne sont pas déductibles fiscalement tant que les entreprises n'ont pas effectivement déboursé les sommes correspondantes.

Le retraitement de ce poste consistera à ajouter au résultat opérationnel la variation des impôts différés au cours de la période afin de supprimer l'incidence de ces normes comptables.

3.2.10. Les provisions pour risques et charges :

Ces provisions sont une source de distorsions comptables importantes. En effet, les manipulations sur ce poste visant à réduire la hauteur des profits imposables sont fréquentes. La technique la plus répandue pour résoudre ce problème consiste à analyser les variations annuelles.

L'accroissement des provisions viendra en augmentation du résultat opérationnel et inversement dans le cas d'une diminution de la provision. Car une élévation des provisions traduit une charge constatée non associée à une sortie de trésorerie tandis qu'une réduction des provisions indique qu'une partie des charges constatées au cours des exercices précédents a été payée. En d'autres termes, les provisions pour risques et charges doivent être assimilées à de véritables réserves. Leur variation doit être prise en compte dans le résultat opérationnel et le solde du compte doit figurer dans le capital investi.

3.2.11. Les intérêts minoritaires

P.Vernimmen définit les intérêts minoritaires comme étant « *la quote-part des capitaux propres ou du résultat net des filiales consolidées par intégration globale qui revient aux actionnaires minoritaires et non à la société mère* »⁷¹. Le résultat opérationnel d'un groupe comprend alors une partie revenant ultérieurement aux autres actionnaires des filiales consolidées au prorata de leur part d'intérêts dans le capital des filiales. Comme les « intérêts minoritaires » interviennent à l'avant dernière ligne de l'ensemble consolidé afin de déterminer le « résultat net part du groupe », le résultat opérationnel n'a donc pas à être retraité. En revanche, il est logique que les « intérêts minoritaires » inscrits au bilan, côté passif, après les fonds propres consolidés, viennent s'ajouter aux capitaux investis. Ils correspondent aux droits des actionnaires de la filiale dans le capital.

3.2.12. L'écart d'acquisition ou goodwill :

Selon la norme internationale IFRS 3, le goodwill (appelé aussi survaleur ou écart d'acquisition) représente la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel valorisée à la valeur de marché, ou encore, le goodwill est un écart d'acquisition correspondant à l'excédent du coût d'acquisition, lors d'une prise de participation ou d'une fusion, sur la quote-part de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et passifs identifiables. C'est donc la différence entre la valeur d'achat et la valeur économique de l'entreprise, et cette survaleur est considérée comme valorisant un avantage futur (des synergies, par exemple) qui découlera du rachat.

L'amortissement du goodwill comprime les capitaux investis sur lesquels les dirigeants doivent assurer un rendement correct. Pour cette raison, la survaleur n'est pas amortie. Les amortissements sur écarts d'acquisition doivent être réintégrés dans le capital investi tandis qu'ils ne doivent pas figurer dans le résultat opérationnel. La valeur des capitaux investis est ainsi augmentée du cumul des amortissements sur goodwill.

3.2.13. Les gains et pertes en provenance des sociétés mises en équivalence.

Lorsqu'une société ne détient sur une filiale qu'une influence notable, les comptes consolidés sont établis selon la méthode de mise en équivalence. L'actif net n'est pas intégré dans les comptes consolidés. La quote-part des capitaux propres de la filiale (y compris le résultat de l'exercice) à laquelle les titres de participation de la société consolidante sont

⁷¹ P. Vernimmen, "Finance d'Entreprise", Ed. Dalloz, Paris, 1998, p 96.

équivalents. Les capitaux investis doivent intégrer l'ensemble des investissements de l'entreprise mère dans ses filiales. Il s'agit donc de retenir les capitaux propres consolidés qui les regroupent. Par conséquence, les gains ou les pertes en provenance de sociétés mises en équivalence doivent s'insérer dans le résultat opérationnel.

3.3. Récapitulatif des retraitements :

La série des retraitements susmentionnés nous conduit à ressortir la formule du NOPAT et des capitaux investis, reflétant une vision proche de la réalité économique.

Tableau 3 : Récapitulatif des retraitements

NOPAT	CI par l'actif	CI par le passif
Résultat d'exploitation comptable (EBIT)	Immobilisations nettes Comptables	Fonds propres
- impôt sur le résultat d'exploitation	+ BFRE	+ Endettement net
	- le capital souscrit non libéré	
+ Frais de R&D à capitaliser	+ Frais de recherche et développement à capitaliser	
- Amortissement des frais de R&D de l'année en cours	- Amortissements cumulés des frais de R&D	
	+ cumul des amortissements du goodwill	
+ Dotations aux provisions	+ provisions pour risques et charges	
+/- Δ annuelle de l'amortissement comptable et économique	+/- Δ de la valeur économique et la valeur comptable des immobilisations	
+ Intérêt de crédit-bail	+ valeur nettes des immobilisations prises en crédit-bail	
+intérêt de l'escompte des EENE	+Montant des EENE	
Δ des impôts différés	+ Intérêts minoritaires	
+Gains/-pertes en provenance des sociétés mises en équivalence	- les non valeurs	
	+ reports à nouveau négatifs	
	+ charge exceptionnelles	
	- Produits exceptionnels	

Source : préparé par nos soins

Il convient de signaler que la batterie des retraitements présentés au cours de cette section n'est pas exhaustive. En effet, Afin d'éliminer les distorsions liées aux règles comptables, le cabinet Stern et Stewart recommande jusqu'à 160 ajustements ou retraitements comptables que les entreprises doivent réaliser pour déterminer le plus exactement la valeur

de leur profit économique. Dans la pratique, les entreprises qui établissent ces données se limitent à prendre en considération une dizaine de correctifs, en fonction du caractère aisé de leur élaboration.

Après avoir déterminé le montant de capitaux investis dans l'entreprise et calculé leur rentabilité, il faut à présent déterminer ce que leur possession a coûté pour l'entreprise, pour ensuite évaluer la valeur que l'entreprise leurs a ajouté. L'estimation de ce cout fera l'objet de la prochaine section.

Section 2: Estimation du coût des capitaux investis

Les différentes méthodes de mesure de la création de valeur sont fondées sur le même cadre théorique et utilisent une variable commune : le cout du capital dont le rôle est essentiel. Ce cout est le taux d'actualisation, ou taux de rentabilité minimum requis sur les investissements. C'est le cout moyen pondéré des ressources mises à la disposition de l'entreprise par les bailleurs de fonds (actionnaires et prêteurs). Du point de vue de ces derniers, le cout du capital est un cout d'opportunité traduisant un manque à gagner résultant de leurs choix d'allocation de ressources. Il exprime la rentabilité offerte par des emplois alternatifs et à laquelle ils ont renoncé en investissant dans l'entreprise.

On remarque ainsi que contrairement à une idée répandue, les fonds propres ne sont pas une source de fonds gratuite. L'origine de cette croyance se trouve dans le fait que seule la rémunération des créanciers apparaît dans le compte de résultat sous la forme de charges financières. Une autre idée fautive est que l'endettement est plus cher que le capital-actions. Au contraire, parce que l'action est plus risquée que la dette, l'investissement en actions requiert une rentabilité plus élevée.

1. Le cout des fonds propres :

Les fonds propres dont il est question dans ce qui suit sont représentés par les actions ordinaires. On exclut les titres hybrides dont l'évaluation se fait par la théorie des options et son modèle fondamental, le modèle de *Black & Scholes*. Ce point sera présenté ultérieurement.

Le cout du capital-actions est le taux requis par les actionnaires pour un investissement de même niveau de risque économique et financier⁷². Le risque économique est lié au type d'activité de l'entreprise. le risque financier mesure l'impact de l'endettement sur le taux de rentabilité de l'actionnaire du fait que les créanciers ont une garantie de règlement indépendante du résultat économique de l'entreprise (effet de levier)⁷³.

Pour estimer ce coût, nous faisons appel à deux modèles caractérisés notamment par leur puissance théorique. Il s'agit du modèle de Gordon-Shapiro et du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers, le « MEDAF ».

⁷²L.Batsch, Op.CitP 277.

⁷³ Idem

1.1. Le modèle de Gordon Shapiro :

Ce modèle est fondé sur l'anticipation de la valeur des dividendes que l'entreprise versera à ses actionnaires. Pour la conception de leur modèle, Gordon et Shapiro partent du modèle d'actualisation des dividendes où la rémunération attendue par l'actionnaire pour la détention d'une action est un revenu courant sous forme de dividende majoré d'une plus-value potentielle sur le capital. D'où la relation :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_c)^t} + \frac{P_n}{(1+K_c)^n}$$

Avec:

P_0 : le prix du titre en début de période

D_t : les dividendes versés pendant la période t.

K_c : le coût des fonds propres.

P_n : la valeur liquidative à la période n (la valeur de cession de l'action à la période n).

Si n est suffisamment grand, l'impact de la valeur résiduelle s'annule, faisant du dividende la seule variable explicative du coût des fonds propres. Cependant, le problème n'est pas totalement résolu ; les dividendes futurs versés période par période sont difficilement appréciables surtout quand la durée de prévision s'allonge.

Pour parer à cette difficulté, Gordon et Shapiro considèrent que les dividendes ont une tendance à la hausse. Plus particulièrement, ils supposent que l'accroissement des dividendes est régulier suivant un taux annuel fixe de g et que cette croissance trouve son origine, d'une part, dans le réinvestissement de la part des bénéficiaires non distribués et de l'autre dans les nouveaux investissements dont le taux de rentabilité est lui aussi supposé constant. On aboutit au modèle de croissance perpétuelle du dividende:

$$P_0 = \sum D_1 \frac{(1+g)^t}{(1+k_c)^t}$$

Où D_1 le premier dividende à verser.

Quelques aménagements sur cette formule permettront de déduire le coût des fonds propres :

$$C_{fp} = g + \frac{D_1}{P_0}$$

Bien que ce modèle présente un intérêt pratique évident, il souffre de plusieurs lacunes. Tout d'abord, il nécessite de connaître ou d'anticiper correctement le taux de croissance futur de l'entreprise à long terme, ce qui est un exercice difficile et risqué dans un environnement incertain. Une erreur de prévision aura des conséquences importantes sur le coût des fonds propres. Outre la difficulté de prévision, ce modèle ne prend pas en compte le risque ainsi que les conditions du marché financier (taux d'intérêt, prime de risque,...).

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) permet, dans une certaine mesure, de contourner ces difficultés et de fournir une autre méthode d'estimation du cout des fonds propres des entreprises cotées.

1.2. Le modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF :

Le MEDAF⁷⁴ a été le premier modèle à établir une relation entre rentabilité et risque (systématique) d'un actif. D'autres modèles ont été développés mais le MEDAF demeure le modèle de référence.

1.2.1. Définition du MEDAF:

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (en anglais CAPM : *Capital Asset Pricing Model*) est un modèle qui permet de mesurer la valeur des actifs financiers, notamment les actions, dans le cadre général des marchés à l'équilibre. Il part de deux hypothèses fondamentales ; l'efficacité des marchés financiers (marchés à l'équilibre) et la rationalité des investisseurs.

La rationalité des investisseurs sous-tend qu'ils cherchent à maximiser la rentabilité de leurs actifs pour un niveau de risque donné. Ils ont de l'aversion pour le risque et pour chaque unité de risque supplémentaire, ils réclament un rendement supérieur. Quant à l'efficacité des marchés financiers, déjà évoquée, elle suppose que la valeur du titre à n'importe quel instant incorpore toute l'information disponible sur ce marché.

1.2.2. Formule du MEDAF

Selon le MEDAF, la rentabilité qu'un actionnaire peut attendre d'une action est égale au taux d'intérêt sans risque majoré d'une prime de risque de marché. Cette prime n'est pas proportionnelle au risque total de l'action mais à son risque systématique. Le cout des fonds propres est donné par la formule suivante :

$$E[R_i] = r_f + \beta_i \times (E[R_m] - r_f)$$

Avec :

$E[R_i]$: Le rendement attendu par le marché sur le titre i

r_f : Le taux de rendement d'un actif sans risque

β_i : Bêta propre à une entreprise, décrit le risque attaché à l'investissement dans un titre donné. Il dénote la volatilité d'un titre par rapport à la moyenne du marché.

R_m : le rendement moyen attendu du marché.

Nous allons à présent expliciter chaque composante de l'équation ci-dessus.

⁷⁴ Le MEDAF est le fruit du travail de plusieurs chercheurs dont les travaux, menés indépendamment les uns des autres, ont été publiés à quelques années d'intervalle : Jack Treynor en 1962, William Sharpe en 1965, et Jan Mossin en 1966.

1.2.2.1. Le taux de rendement sans risque :

*"Le taux sans risque est égal au rendement d'un titre ou d'un portefeuille de titres ne comportant pas le moindre risque, et sans aucune corrélation avec le rendement de quoi que ce soit d'autres dans l'économie"*⁷⁵. ce taux rémunère la seule renonciation à consommer immédiatement le capital : c'est donc la rémunération du temps.

On associe le taux sans risque au taux porté par les emprunts d'Etat dont la signature est la meilleure garantie en capital et en revenu. Mais cette assimilation appelle deux réserves⁷⁶ : En premier lieu, le risque zéro n'existe pas, aucun Etat n'est à l'abri de la faillite. De plus, même si le risque de l'Etat est minime, les créanciers bénéficient d'une garantie sur la valeur nominale du capital mais pas sur sa valeur réelle : l'inflation et la dépréciation de l'unité monétaire contribuent à diluer la richesse de ces derniers.

Naturellement, les emprunts d'Etat ont des échéances variables allant de quelques jours à plusieurs décennies. En théorie, le taux sans risque devrait être le taux des emprunts d'Etat à court terme, tels que les bons du trésor. En pratique, les analystes recourent le plus souvent au taux des obligations à long terme, en particulier les OAT à dix ans.

1.2.2.2. La prime de risque :

*"La prime de risque mesure les revenus supplémentaires exigés par les investisseurs compte tenu du risque supplémentaire qu'ils assument par rapport à un investissement sans risque"*⁷⁷. Elle représente donc la rémunération supplémentaire qu'un investisseur obtient en plaçant son argent sur le marché (dans des actions) plutôt que de choisir un investissement sans risque comme les obligations d'Etat. C'est l'écart de rendement du portefeuille de marché avec celui de l'actif sans risque. Cette prime devient individualisée (calculée pour chaque titre) avec l'incorporation du coefficient de risque systématique.

Le portefeuille de marché est un portefeuille pondéré par la capitalisation boursière de tous les titres risqués. En pratique, il est difficile de constituer un tel portefeuille c'est pour cela que ce dernier est assimilé à un indice boursier, le CAC 40⁷⁸ par exemple en France.

1.2.2.3. Le coefficient de risque systématique

Dans les hypothèses du MEDAF, le risque est évalué par la dispersion des rentabilités autour de leur moyenne, et cette dispersion est mesurée par la variance des taux de rentabilité. Plus le cours de l'action est erratique, plus la dispersion des rentabilités est grande. Le risque est donc mesuré par la volatilité de la rentabilité de l'action.

Le risque a une part incompressible ou systématique qui est celle du marché dans son ensemble (risque de conjoncture économique, risque politique, etc.) et une autre part spécifique à l'action. Il n'y a pas de prime de risque spécifique, car ce risque peut être éliminé par la diversification du portefeuille, seul le risque systématique est rémunéré.

⁷⁵T.Copland, T.Koller, J.Murrin, *Op.Cit*, p 248.

⁷⁶L.Batsch, *Op.Cit*, P 267.

⁷⁷A.Damodaran, "Finance d'entreprise", Ed. deboeck, Paris, 2004, p 271.

⁷⁸ Le CAC 40 est l'indice boursier de la place de Paris. Il est composé de 40 actions cotées choisies parmi les 100 entreprises dont les titres sont les plus échangés sur Euronext Paris. L'indice est représentatif des différents secteurs d'activité et reflète l'évolution des cours des entreprises cotées en France.

Le coefficient Bêta est une mesure standardisée du risque systématique. Il reflète la sensibilité du titre de l'entreprise par rapport aux fluctuations du portefeuille de marché. Il est mesuré par la covariance du rendement de l'action (R_i) et du rendement du portefeuille du marché (R_m), divisée par la variance du portefeuille du marché selon la formule suivante :

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Si $\beta > 1$ l'action est perçue à risque élevé et est dite offensive car elle amplifie les mouvements du marché.

Si $\beta < 1$ l'action est dite défensive car elle amortit les fluctuations du marché.

Si $\beta = 1$ l'action reproduit les mouvements du marché.

Le calcul du β_i repose sur l'existence d'un marché des actions et d'une mesure permanente des cours et des rentabilités. Ce coefficient de sensibilité est représentatif du niveau de risque propre à chaque titre. Quand la rentabilité du portefeuille de marché varie de un point, la rentabilité de l'action varie de β_i points.

Le bêta rentre dans la détermination du coût d'opportunité des fonds propres; plus celui-ci est grand, plus le coût d'opportunité exigé par les actionnaires est élevé, ce qui fait que les dirigeants auront de plus en plus de difficultés à atteindre cet objectif et à dégager une valeur supplémentaire pour leurs actionnaires.

1.3. Décomposition du cout des fonds propres:

La rentabilité exigée par les actionnaires sur les actions d'une entreprise dépend du taux sans risque, de la prime de risque d'exploitation ainsi que de la prime de risque financier.

1.3.1. La prime de risque d'exploitation :

Elle représente la prime qui est exigée par les investisseurs pour couvrir le risque économique lié à l'activité de la firme. Cette prime (P_E) est égale à la différence entre le taux de rentabilité exigé sur les fonds propres de l'entreprise sans dette (R_0), et le taux d'intérêt sans risque (R_F) :

$$P_E = R_0 - R_F$$

1.3.2. La prime de risque financier :

Elle représente la prime qui est exigée par les investisseurs pour couvrir le risque dû à l'endettement. Elle est égale à la différence entre le taux de rentabilité exigé sur les fonds propres de l'entreprise endettée (R_i), et celui de l'entreprise sans dette (R_0). Cette prime est d'autant plus forte que le levier d'endettement est élevé.

$$P_F = R_i - R_0$$

2. Cout des capitaux autres que les fonds propres :

Outre la possibilité de se financer par fonds propres, l'entreprise dispose d'une panoplie d'autres sources de financement qui lui permettent de collecter les fonds dont elle a besoin pour financer ses projets d'investissement tout en bénéficiant de l'avantage lié à la déductibilité fiscale de la dette. Cette possibilité est offerte par l'essor des marchés financiers qui développent des produits financiers de plus complexes pour répondre au mieux aux besoins de financement des entreprises et offrent une meilleure flexibilité aux investisseurs. Ces sources de financement sont constituées des dettes financières et des titres hybrides.

2.1. Cout des dettes financières :

Le coût d'un emprunt correspond au taux d'intérêt actuariel brut de ce dernier diminué de l'impôt sur les bénéfices des sociétés du fait que les intérêts sont fiscalement déductibles.

Le taux actuariel brut est le taux pour lequel il y'a équivalence entre les sommes effectivement reçues (montant net encaissé) et l'ensemble des annuités versées au prêteur. Le taux actuariel net prend, quant à lui, en considération les économies d'impôts liées aux intérêts et aux différentes charges associées à l'emprunt.

$$t_n = t_b (1 - IBS)$$

t_n : taux actuariel net

t_b : taux actuariel brut (qui ne prend pas en considération l'économie de l'impôt sur les bénéfices)

IBS : taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés

Les économies fiscales profitent aux actionnaires et augmentent la valeur des capitaux propres (et de l'entreprise elle-même). Cette conclusion triviale est fondamentale en évaluation d'entreprise : la dette crée de la valeur dans la mesure (et seulement dans la mesure) où elle crée des économies fiscales⁷⁹.

La dette financière englobe dans ce qui suit les emprunts obligataires, les emprunts contractés auprès des institutions financières et le crédit-bail.

2.1.1. Le cout de l'emprunt obligataire :

Au lieu de s'endetter à long et moyen terme auprès des établissements spécialisés et des banques, les entreprises privées cotées en bourse et les grandes entreprises du secteur public ont la possibilité de faire appel directement à l'épargne publique en émettant des obligations, c'est-à-dire des titres de créances négociables. Il s'agit de contrats financiers qui précisent les obligations de l'emprunteur à l'égard du prêteur, notamment les modalités de rémunération et de remboursement du capital prêté.

⁷⁹L.Batsch, *Op.Cit.*, P 262.

Le coût de la dette est facilement déterminable dans le cas où l'entreprise a émis un emprunt obligataire à terme. Dans ce cas, il correspond au taux actuariel qui égalise les sommes effectivement encaissées par l'entreprise et les flux qu'elle verse aux souscripteurs. Ce taux est égal au taux nominal si la rémunération de la dette se confond avec les intérêts. La valeur d'une obligation est donnée par la formule suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+TA)^t} + \frac{V_n}{(1+TA)^t}$$

V : valeur marchande d'une obligation.

TA : taux actuariel du marché.

C : coupon versé au détenteur de l'obligation à chaque échéance.

V_n : le montant qui sera remboursé à la date n.

L'évaluation de la dette financière oblige à prendre comme taux actuariel de référence celui fixé par les conditions de marché du moment et non le taux actuariel calculé à l'origine de la dette.

2.1.2. Cout des emprunts accordés par les institutions financières :

Les emprunts à terme bénéficiés auprès des banques et des établissements financiers, trouvent leur coût à travers le taux qui égalise la valeur de l'emprunt restant à payer à partir d'une date *d* à l'actualisation des annuités qu'il engendre.

$$CRD = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+TA_n)^t}$$

Avec :

CRD : Capital Restant Dû.

A_t : Annuité payée à la date t.

TA_n : taux actuariel de la dette.

2.1.3. Le cout du crédit-bail :

« *Le crédit-bail est une modalité de financement de l'investissement par endettement. Mais à la différence d'un emprunt direct, la société utilisatrice de l'immobilisation la fait acquérir par un intermédiaire financier et la lui loue* »⁸⁰. L'estimation du coût du crédit-bail s'effectue par référence à celle d'un emprunt classique en gardant à l'esprit les spécificités suivantes :

- Les loyers, comptabilisés en charges, sont entièrement déductibles du bénéfice imposable ;
- L'entreprise ne détenant pas le bien en question perd la possibilité de comptabiliser les amortissements et par conséquent l'économie d'IBS inhérentes.

Il faut donc ajouter aux loyers après impôts la perte d'économie fiscale sur amortissement, comme le montre le tableau suivant :

⁸⁰L.Batsch, op. cit., p. 265.

Loyers (Lt) - Economie d'impôt sur loyers + Perte d'économie d'impôt sur les dotations aux amortissements (DA _t)	Lt - Lt * IBS + IBS* DA _t
Flux de l'année t	Lt * (1- IBS) + IBS * DA _t

Le coût du crédit-bail est le taux K_{CB} qui vérifie l'égalité ci-après :

$$V_0 = \frac{\sum_{t=1}^N L_t \times (1-IBS) + A_t \times IBS}{(1+K_{CB})^t}$$

K_{CB} : le coût du crédit-bail

V_0 : l'investissement financé par crédit-bail.

L_t : loyer payé l'année t

A_t : les amortissements de l'année t

IBS : impôt sur le bénéfice des sociétés

En outre, Il est prévu une option d'achat de l'immobilisation au terme du contrat de location mais cette dernière est rarement levée. Pour en tenir compte, soit on déduit cette valeur de rachat du prix initial, soit on inclut l'option d'achat dans la dernière redevance.

Cependant, vu les difficultés d'avoir les informations exactes sur la composition de la redevance du leasing, il est conseillé d'utiliser le coût de la dette à long terme de l'entreprise comme première estimation du coût du crédit-bail.

2.2. Le cout des titres hybrides :

Les titres hybrides possèdent au même temps les caractéristiques relatives aux actions (titres de propriété) et celles relatives aux titres de créance. Ils désignent les emprunts classiques assortis d'une option d'achat d'action ou de conversion en fonds propres, il s'agit principalement des :

- Actions à bons de souscriptions d'actions ABSA.
- Actions à bons de souscriptions d'obligations ABSO.
- Actions convertibles en actions.
- Obligations convertibles en actions...

Le coût de ce type de titre est décomposé en deux parties : le coût de l'obligation sans l'option et le coût de l'option. Le coût de l'obligation sans l'option, appelée dans ce cas obligation nue correspond au taux actuariel des obligations classiques représentant les mêmes caractéristiques(montant, échéance, risque de l'émetteur). Quant au cout de l'option, il peut être calculé grâce à la formule de Black and Sholes. (**Voir annexe 1**).

3. Le Cout Moyen Pondéré du Capital CMPC :

Le but de l'estimation du coût des fonds propres et du coût des dettes est de déterminer le coût moyen pondéré du capital qui rend compte du coût global des ressources.

3.1. Définition du CMPC :

Le Cout Moyen Pondéré du Capital (CMPC) ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) en anglais exprime à un moment donné le taux de rentabilité que les actifs doivent dégager pour assurer la rémunération des actions et des dettes compte tenu des anticipations de leurs propriétaires et de leur parts respectives dans le financement. Ce coût est égal à la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût des dettes tel que donné par la relation suivante :

$$CMPC = K_{cp} \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + K_d \times (1 - IBS) \times \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$

K_{cp} : coût des capitaux propres.

K_d : coût brut des dettes financières.

V_{cp} : valeur de marché des capitaux propres

V_d : valeur de marché des dettes.

IBS : taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Le CMPC est un taux d'actualisation (soit la valeur de l'argent dans le temps) qui permet de convertir, pour tous les investisseurs, les cash-flows futurs attendus en une valeur actualisée⁸¹. Son estimation doit se faire en se basant sur des données de marché et non pas sur les données comptables. C'est un cout d'opportunité et constitue un taux plancher, un seuil de rentabilité, un standard de conformité et un étalon de mesure de la création de valeur.

Le CMPC ne doit pas être confondu avec la rentabilité économique. Cette dernière mesure le flux de trésorerie engendré par l'actif économique (immobilisations et besoin en fonds de roulement). C'est donc un taux représentatif de la performance économique de l'entreprise indépendamment de sa structure financière et de la répartition de ses gains entre actionnaires et créanciers.

La rentabilité économique est un taux constaté ex-post à partir d'une double mesure : La mesure de la valeur des actifs engagés dans l'exploitation d'une part, et la mesure des flux liés à l'activité (avant rémunération des capitaux) d'autre part.

Le cout moyen pondéré du capital est d'une toute autre nature : il est la projection directe des exigences et anticipations des créanciers et actionnaires compte tenu du risque lié à la nature de l'activité et à la structure financière de l'entreprise. C'est la référence de marché qui fixe le seuil de rémunération *plancher* exigible par les apporteurs de capitaux.

Du point de vue des investisseurs, la rentabilité économique est le maximum prévisible alors que le cout du capital est le minimum nécessaire⁸². L'enrichissement des

⁸¹T.Copland, T.Koller, J.Murrin, *Op.Cit*, P 231.

⁸²M. Albouy, *Op.Cit*, P 291.

actionnaires, c'est-à-dire la création de valeur, se mesure par l'excès de la rentabilité économique sur le cout du capital.

3.2. Usages du CMPC :

Le cout du capital est au centre de la démarche de création de valeur. Il permet tout à la fois de calculer la valeur de l'entreprise, de déterminer si les investissements envisagés seront ou non créateurs de valeur, et de savoir si l'entreprise a oui ou non créé de la valeur dans le passé.

3.2.1. Valorisation de l'entreprise :

Le CMPC sert de taux d'actualisation des profits économiques futurs pour calculer la valeur de marché du capital servant à générer ces résultats. A ce titre, il sert de référence externe fondamentale pour les actionnaires de l'entreprise, et les investisseurs tant sur le marché primaire que secondaire.

3.2.2. Le choix des investissements :

En théorie, le cout du capital est le taux d'actualisation, ou taux de rentabilité minimum requis sur les investissements. Par construction, un projet d'investissement dont la rentabilité serait strictement égale au CMPC ne créerait pas de valeur et ne serait donc pas validé. Le CMPC permet donc d'articuler les décisions d'investissement sur la valeur de l'entreprise. Il est à ce titre une référence interne essentielle pour les dirigeants de l'entreprise dans la détermination de leur stratégie.

3.2.3. Evaluation de la performance :

Le CMPC permet de rendre compte de la valeur créée par l'entreprise au cours d'une période définie. En effet, tous les modèles financiers de mesure de la création de valeur qui ont été développés reposent sur une même logique ; ils opposent un indicateur de rentabilité au cout moyen pondéré du capital pour déduire un enrichissement ou un appauvrissement des actionnaires.

3.3. Instrumentalisation du CMPC

L'utilisation du CMPC dans un mode opératoire se heurte à plusieurs difficultés, la plus importante étant le problème de circularité dans le calcul de la part relative de chaque source dans les capitaux investis. Si pour les dettes financières, il est aisé de connaître le montant et le cout (grâce au taux actuariel du moment pour des dettes de même niveau de risque), le calcul des capitaux propres peut rentrer dans un cercle vicieux. En effet, la valeur des fonds propres est obtenue en actualisant tous les flux futurs associés à l'action au CMPC. Or, pour calculer le CMPC, il faut connaître la valeur de marché des fonds propres. C'est le problème de circularité.

Le problème de circularité signifie qu'on ne peut pas estimer la valeur de marché des capitaux investis sans connaître le CMPC et vice versa. Il est à noter que ce problème ne se pose pas lorsqu'il s'agit de constater la valeur actionnariale créée ; mesurer la création de la valeur actionnariale ex post. En effet, dans ce cas on dispose de toutes les données nécessaires

pour effectuer ce calcul (capitalisation boursière, coût actuel de la dette, coût de la dette cotée...). La tâche est d'autant plus ardue quand il s'agit de mesurer la création de valeur prospective c'est-à-dire la création de valeur future ou ex ante.

Pour contourner la circularité, il est d'abord possible d'appliquer un CMPC calculé pour d'autres entreprises de même risque économique et de structure financière comparable. Une autre alternative consiste à fixer une structure de capital cible, c'est-à-dire un ratio capitalisation boursière/dettes financières de long terme que l'entreprise envisage d'atteindre. Elle est censée correspondre au niveau de risque financier que les actionnaires entendent assumer.

La structure cible évite de faire fluctuer le CMPC au gré des financements, et applique à tout investissement le coût du capital correspondant à une structure financière cible. En conclusion la structure cible est considérée comme étant un pivot autour duquel oscille la structure financière réelle.

Section 3 : Les modèles de mesure de la création de valeur actionnariale

Les méthodes de mesure de la création de valeur financière (ou économique) sont nombreuses. La diversité de ces méthodes et leur importance croissante aussi bien dans la littérature en finance d'entreprise que dans les pratiques des grandes entreprises, s'inscrivent dans un contexte de financiarisation ou de la prédominance de la valeur financière.

Le Chartered of Management Accountants (CMA, 1997)⁸³ classe les mesures de la création de valeur financière en trois catégories :

- Celles qui n'utilisent que des données comptables, éventuellement corrigées, associées à un coût du capital : ce sont des mesures internes de la création de valeur. On citera le cash-flow return on investment (CFROI) et l'Economic Value Added (EVA)
- Celles qui n'utilisent que des données de marché et qui reflètent la création de richesse comme le taux de rentabilité de l'actionnaire ou Total Shareholder Return (TSR) ;
- Celles qui mélangent données comptables et valeurs de marché, et qui relient création de valeur et création de richesse telles que la Market Value Added (MVA).

Ces modèles, dits financiers permettent de quantifier de façon précise la valeur créée à partir d'indicateurs financiers, contrairement aux modèles stratégiques qui eux reposent sur l'interprétation graphique.

1. Les modèles stratégiques :

Ces modèles permettent de porter un jugement sur la création ou la destruction de valeur en comparant, souvent de manière graphique, la performance passée et la performance future de l'entreprise.

⁸³C.Hoarau ,R.Teller, «Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, P 44.

1.1. L'approche par la droite de la valeur :

Le modèle du Strategic Planning Associates (1981) ou modèle de la droite de la valeur met en évidence la relation entre deux ratios : le ratio **I_v** et le ratio **Q** de Marris.

1.1.1. Le ratio **I_v**:

L'entreprise crée de la valeur si la rentabilité de ses fonds propres est supérieure aux exigences de l'actionnaire, c'est à dire à l'espérance de rentabilité des fonds qu'ils ont investis. Ce qui s'exprime simplement par le ratio **I_v** appelé « levier de valeur ».

$$I_v = \frac{R_{cp}}{E(R_{cp})}$$

Où :

R_{cp} : la rentabilité financière des capitaux propres (ROE, Return On Equity) est mesurée par le ratio « résultat net / capitaux propres ».

E(R_{cp}) : L'espérance de rentabilité, qui n'est autre que le cout du capital de l'entreprise. Elle est donnée par la formule du MEDAF.

- $I_v > 1$, l'entreprise crée de la valeur ;
- $I_v = 1$, l'entreprise assure une rentabilité couvrant au juste l'exigence des actionnaires ;
- $I_v < 1$, l'entreprise détruit de la valeur.

Aussi intéressant soit-t-il, l'indice I_v doit être interprété avec une grande prudence. En effet, un indice inférieur à l'unité peut correspondre à des investissements importants réalisés par l'entreprise. Si le marché financier anticipe que ces investissements génèreront des rendements futurs importants, les actions de l'entreprise verront leur cours s'établir à un niveau tenant compte de ces anticipations⁸⁴. Il convient dès lors de le compléter avec le ratio **Q** de Marris.

1.1.2. Le ratio **Q** de Marris⁸⁵ :

Le ratio **Q** est un indicateur permanent de l'évaluation que les investisseurs font de l'entreprise, de ses dirigeants et de leurs choix et perspectives stratégiques. Ce ratio exprime le rapport entre la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres⁸⁶.

$$Q = \frac{VM}{FP}$$

Où :

VM : la valeur de marché est représentée par la capitalisation boursière si la société est cotée ou par la valeur actualisée du flux de trésorerie disponible ou des dividendes si la société n'est pas cotée.

⁸⁴J. Caby, G.Hirigoyen, *Op. Cit.*, p.20.

⁸⁵ Le ratio **Q** est équivalent au ratio **M/B** utilisé aux Etats-Unis (**M** pour *Market* et **B** pour *Book value*). Il est également connu sous l'appellation de *Price Book Ratio (PBR)*.

⁸⁶ Ce ratio ne doit pas être confondu avec l'indice de Tobin établi en rapportant la valeur totale de la firme à la valeur de remplacement des actifs.

FP : ou situation nette comptable (actif – dettes), éventuellement ajustée de la valeur des immobilisations incorporelles afin d’avoir une estimation réaliste de la valeur comptable de l’entreprise⁸⁷.

La valeur de marché VM donne une indication de la valeur découlant des potentialités présentes et futures de l’entreprise alors que FP est une estimation de la valeur sanctionnant les stratégies passées. La comparaison de ces deux variables permet d’apprécier si l’entreprise va dans l’avenir, créer de la valeur ou au contraire en détruire.

- $Q = 1$, situation de Statu quo ;
- $Q > 1$, les anticipations des actionnaires sont optimistes quant à la capacité de la firme à créer de la valeur ;
- $Q < 1$, l’entreprise détruit de la valeur.

1.1.3. La droite de la valeur

La droite de la valeur du *Strategic Planning Associates* établit la relation entre les performances Futures (Q), avec les résultats des décisions stratégiques mises en œuvre dans le passé (I_v). (**Figure 1**).

La représentation graphique du modèle de la droite de valeur permet la formalisation d’une relation linéaire entre le ratio Q et l’indice de valeur I_v :

$$Q = \alpha + \gamma I_v + \delta$$

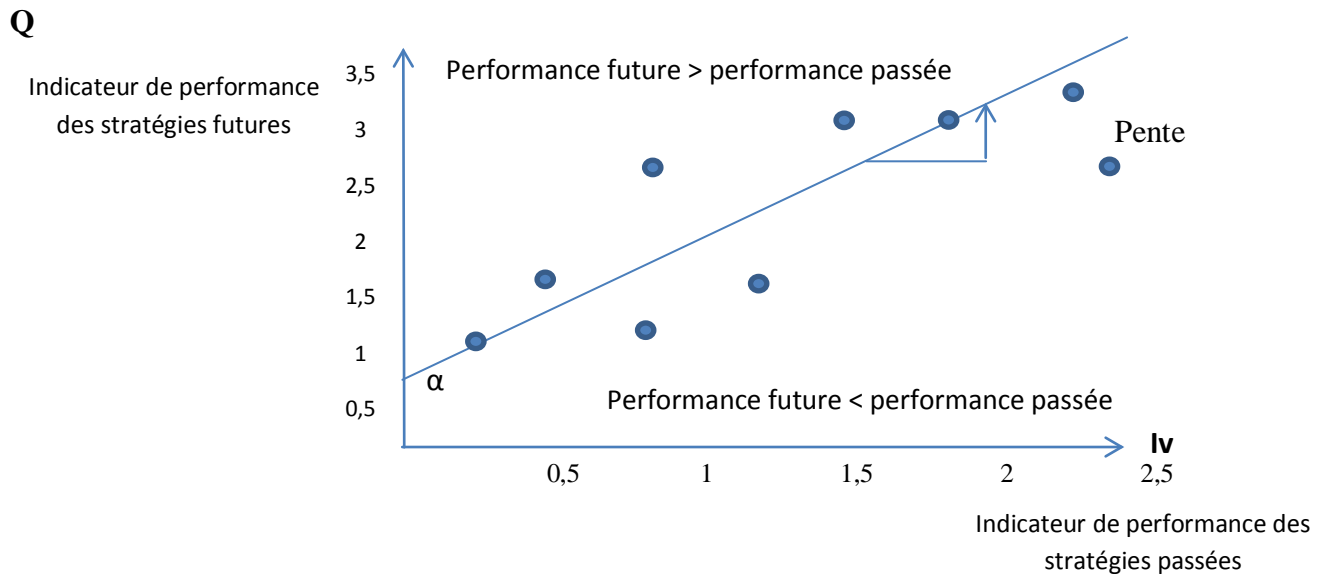
Où :

- « α » est la valeur moyenne de Q lorsque I_v est nul, c’est à dire lorsque la rentabilité financière est nulle. Il traduit le potentiel de croissance du secteur. En effet, lorsque le marché financier anticipe une forte croissance et un taux de rentabilité élevé pour un secteur d’activité donné, il attribue une valeur aux entreprises qui reflètent ces anticipations⁸⁸.
- « γ » mesure la corrélation entre l’indice de création de valeur des entreprises (I_v), et leur évaluation par le marché (Q).
- « δ » est le terme résiduel du modèle qui indique la différence entre le Q estimé en fonction de la performance financière (I_v) et le Q réel, c’est-à-dire les variations du ratio Q non expliquées par le ratio (I_v).

⁸⁷ Il convient de prendre en considération l’existence de titres financiers hybrides constitutifs pour la plupart du « financement Mezzanine » tels que les obligations à bon de souscription d’action ou les obligations convertibles en actions.

⁸⁸ « L’étude du lien entre le secteur d’activité et les performances boursières des entreprises a fait l’objet d’approfondissements basés sur le concept de groupe stratégique créé par M.S.Hunt et défini comme l’ensemble des entreprises d’un secteur qui suivent les mêmes stratégies ou des stratégies semblables. L’étude menée par A.Ryans et D.Witting (1985) montre que les actions des entreprises du même groupe stratégique ont tendance à évoluer ensemble. P.Lewis et H.Thomas concluent qu’à l’inverse, les performances économiques et boursières varient plus à l’intérieur des groupes stratégiques qu’entre ceux-ci. Quant à J.L.Gonzales (1995), il vérifie à partir de données françaises l’hypothèse selon laquelle la prime de risque exigée par l’actionnaire est corrélée avec le risque concurrentiel tel qu’il peut être évalué à l’aide des groupes stratégiques ». Source :J.Caby, G.Hirigoyen, Op. Cit. p 22.

Figure 1 : La droite de valeur



Source : J.Caby, G.Hirigoyen, Op. Cit, p.21.

Les entreprises situées à gauche de la droite de valeur sont évaluées par le marché comme devant améliorer leur performance dans le futur. A l'inverse, celles qui sont situées dans la partie droite devraient en détruire.

1.2. Les modèles dérivés :

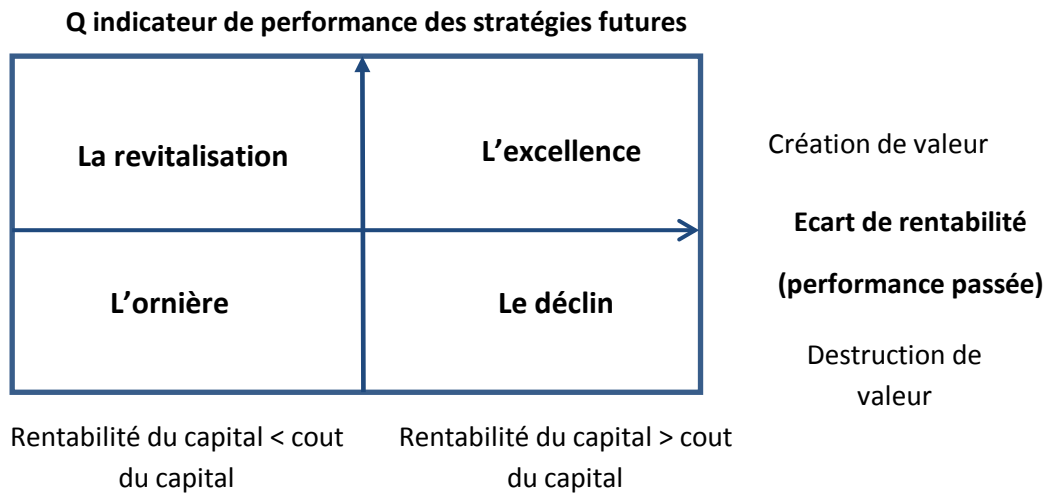
La relation entre l'indice I_v et le ratio Q , dénommée « la courbe de valeur » est à la base d'autres modèles d'évaluation stratégiques utilisés dans l'analyse de la création de valeur. Deux modèles s'appuient sur cette relation pour évaluer les stratégies des entreprises : le modèle du groupe *Marakon Associates* et celui formalisé par *Mackinsey* à partir des travaux de *Fruhan*.

1.2.1. Le modèle de *Marakon Associates* :

C'est une approche très voisine de celle du *Stratégic Planning Associates*, à ceci près que le ratio I_v n'est plus donné comme le rapport entre « la rentabilité des capitaux investis sur coût du capital », mais exprimé en fonction de l'écart entre la rentabilité des capitaux investis et le coût du capital ($R_{cp} - K_{cp}$). Il fait ressortir une matrice qui classe les entreprises en 04 catégories (**Figure 2**).

- **Les entreprises excellentes** : qui continueront à réaliser dans l'avenir des performances aussi bonnes que celles obtenues dans le passé ;
- **Les entreprises en voie de revitalisation** : elles ont réalisé de mauvaises performances dans le passé mais le marché estime qu'elles se redresseront dans le futur ;
- **Les entreprises dans l'ornière** : elles sont incapables d'améliorer dans le futur des performances qui étaient médiocres dans le passé ;
- **Les entreprises en déclin** : qui ont obtenus de bonnes performances dans le passé et que le marché estime que leurs performances futures vont décliner

Figure 2 : Méthode d'évaluation du MarakonAssociate

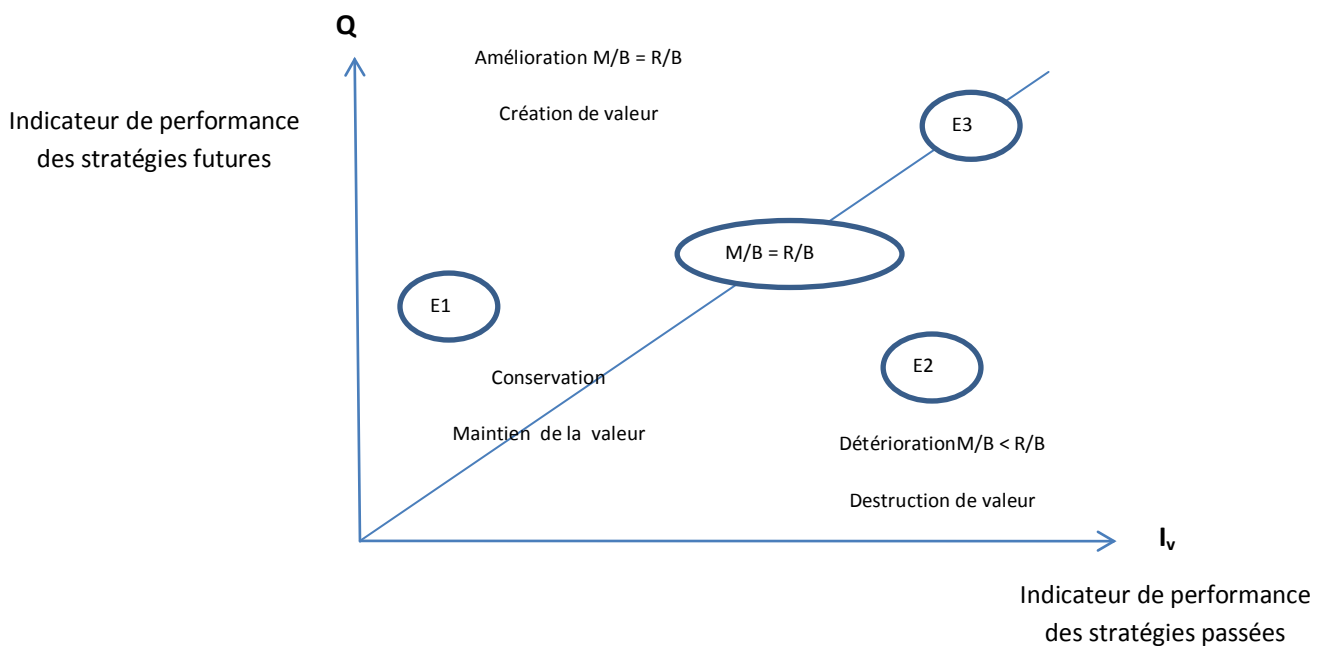


Source : J.Caby, G.Hirigoyen, Op. Cit., p.24

1.2.2. Le modèle de Fruhan-McKinsey

Cette approche, fondée sur les travaux de Fruhan et Formalisée par le cabinet McKinsey, s'appuie, d'une part, sur le ratio Q comme indicateur de performances futures et, d'autre part, sur le rapport entre la valeur future de l'entreprise estimée à partir de données historiques, et la valeur comptable des capitaux propres. La figure 3 reprend l'interprétation de ce modèle :

Figure 3 : Le modèle de Fruhan-McKinsey



Source : C.Hoarau ,R.Teller, «création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, P 27.

2. Les modèles financiers :

Les modèles financiers s'insèrent dans une approche quantitative de l'évaluation. Ils permettent d'apprécier de manière chiffrée la création ou la destruction de valeur. Nous présentons dans ce qui suit les modèles les plus connus.

2.1. Le modèle de la stratégie de la valeur de McKinsey :

La méthode développée par le cabinet McKinsey passe de la valeur globale de l'entreprise à l'estimation de la création de la valeur actionnariale. Selon les représentants de cette méthode, la valeur de marché des fonds propres (valeur actionnariale) est la différence entre la valeur économique totale de l'entreprise et la valeur de marché de la dette financière.

$$\text{Valeur de marché des fonds propres} = \text{Valeur économique totale} - \text{Dettes financières}$$

La valeur économique que les actionnaires et les créanciers financiers se partageront correspond à la valeur actuelle des flux de trésorerie générés par le portefeuille d'actifs, c'est-à-dire du flux de trésorerie disponible. Cette valeur est scindée en deux composantes dont les horizons temporels sont différents :

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FTD_i}{(1 + K_c)^i} + \frac{V_n}{(1 + K_c)^n}$$

Avec :

V : valeur de l'entreprise.

FTD: flux net de trésorerie disponible de l'année *i*.

V_n: la valeur de revente de l'entreprise en *n* (*valeur terminale*).

K_c: le taux d'actualisation retenu.

L'estimation des flux de trésorerie disponibles se fait en nuanciant deux périodes : la période de prévision explicite et la période de maturité.

- ✚ **La période de prévision explicite** : elle correspond à la période pendant laquelle les flux de trésorerie peuvent être estimés avec une fiabilité acceptable. Cet horizon de prévision peut être arrêté en fonction de certaines caractéristiques économiques des activités de l'entreprise tels que : la stabilité du secteur d'activité, la disponibilité et la fiabilité de l'information...
- ✚ **La période de maturité** : elle commence au-delà de la période de prévision explicite. Elle est caractérisée par une faible visibilité et donc une fiabilité limitée de l'information.

La détermination de la valeur économique passe par les étapes suivantes :

a. La prévision du cash-flow disponible

Le flux de trésorerie disponible est « l'ensemble des flux monétaires que dégage l'activité de l'entreprise et qui est disponible pour les bailleurs de fonds de la société, créanciers et actionnaires »⁸⁹. Il est égal au résultat opérationnel après impôts majoré des charges non décaissables et diminué des nouveaux investissements selon l'équation suivante:

$$FTD = NOPAT + DAP - \Delta BFR - I$$

Avec :

FTD : cash-flow disponible en la période t ;

NOPAT: résultat d'exploitation après impôts et avant frais financiers de la période t ;

DAP : dotations aux amortissements et aux provisions constatées durant la période t ;

ΔBFR : variation des besoins en fonds de roulement de la période t ;

I : les investissements de la période t.

Encore faut-il insister sur le fait que cette méthode se base essentiellement sur la fiabilité des prévisions, et que ces flux sont calculés après validation du business plan⁹⁰ en prenant en considération les retraitements ayant grevés le NOPAT.

b. Le taux d'actualisation retenu :

Le flux de trésorerie disponible dégagé par l'entreprise est, comme nous l'avons déjà indiqué, destiné à ses bailleurs de fonds, actionnaires et prêteurs. Ces derniers souhaitent être rémunérés à la hauteur du cout du capital, c'est-à-dire au cout d'opportunité que représente pour eux le fait d'investir leur capital dans une entreprise donnée plutôt que de l'allouer à un autre type d'investissement. C'est donc le cout moyen pondéré du capital (CMPC) qui sera utilisé pour actualiser les chroniques de flux de trésorerie disponible.

c. Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale est la valeur de l'entreprise au-delà de la période de prévision explicite. Elle est assimilée à la valeur résiduelle d'un investissement. L'estimation de cette valeur est très délicate car elle représente le plus souvent un pourcentage important de la valeur totale⁹¹. Son calcul peut s'effectuer selon trois méthodes:

- ✚ **Période de prévision explicite longue** : au moins 75 ans selon McKinsey, ce qui revient à négliger la valeur terminale qui se révèle dans cette technique insignifiante.
- ✚ **Croissance perpétuelle du FTD** : Cette technique repose sur la croissance à un taux constant (g) du premier cash suivant la période explicite FTD_{t+1} . La valeur terminale est calculée selon la formule suivante :

⁸⁹T.Copland, T.Koller, J.Murrin, *Op.Cit*, P 153.

⁹⁰ Le business plan est la formulation quantitative et qualitative du projet de l'entreprise et de sa stratégie.

⁹¹ Ceci résulte du fait que le cash-flow est différé dans le temps. Les décaissements relatifs aux investissements et au besoin en fonds de roulement engagés pendant la période de prévision explicite sont souvent très importants.

$$\text{Valeur terminale } t = \frac{FTD_{t+1}}{(CMPC-g)}$$

- ✚ **Méthode intégrant les facteurs de création de valeur :** Cette technique repose sur la formule de la croissance perpétuelle du cash-flow disponible, mais exprimée cette fois en termes de facteur de création de valeur, soit :

$$VT_{t=} \frac{NOPAT_{t+1} \times \left(1 - \frac{g}{ROC}\right)}{CMPC-g}$$

Cette technique donne le même résultat que la précédente car les dénominateurs sont identiques et le numérateur exprime le FTD⁹².

Une fois déterminée la valeur totale de l'entreprise, on retranche de cette dernière la valeur de marché des dettes financières pour enfin aboutir à la valeur de marché des fonds propres (FP). Enfin, on pourra déterminer la création de valeur actionnariale (CVA) comme suit :

$$CVA = FP_t - FP_{t-1}$$

Ce modèle pose l'hypothèse qu'il n'y a pas eu d'augmentation de capital, seul le revenu généré par l'exploitation est réinvesti.

2.2. Le CFROI[®] (Cash flow Return On Investment):

Indicateur proposé par le cabinet *Holt Value Associates*, le CFROI est équivalent au taux de rendement interne d'un d'investissement. Cette équivalence est possible si l'on considère l'entreprise comme un seul projet d'investissement. Dans ce cas, le CFROI exprime le rapport entre l'ensemble des cash-flows d'exploitation actualisés au coût du capital et la valeur brut des actifs économiques ayant permis de générer les dits cash-flows.

$$CFROI = \frac{\sum_{t=1}^n FTD_t \times (1+CMPC)^{-t}}{AEB}$$

Avec :

AEB : actifs économiques bruts mesurés par la valeur des capitaux investis majorés des dotations aux amortissements.

La comparaison du CFROI au cout moyen pondéré du capital (CMPC) permet d'estimer la création ou la destruction de valeur. La multiplication de l'écart par les capitaux engagés (ou actifs économiques bruts) fournit une estimation directe de la rente économique (Re) :

$$Re = (CFROI - CMPC) * AEB$$

⁹² Pour la démonstration de l'équivalence des deux équations, voire *J.Caby, G.Hirigoyen, Op. Cit., p. 177.*

2.3. Le modèle TSR (*Total Shareholder Return*) :

Le taux de rentabilité pour l'actionnaire (*Total Shareholder Return*), développé par le *Boston Consulting Group*, est utilisé pour mesurer la création de valeur d'un point de vue externe, celui de l'actionnaire. Il est défini comme le taux de rentabilité interne d'un placement dans lequel l'investissement est l'achat d'une action et le flux de revenus positifs est constitué des dividendes perçus durant la période étudiée et du prix de revente de l'action en fin de période. La création de valeur actionnariale dépend selon ce modèle de l'évolution des cours et de la valeur capitalisée des dividendes. Plus formellement on écrira sur une période d'un an :

$$TSR = \frac{(P1 - P0) + D1}{P0}$$

P0 : le cours de souscription de l'action

P1 : le prix de l'action en fin d'année

D1 : le dividende versé majoré de l'avoir fiscal

Le TSR représente *ex ante* le taux de rentabilité espéré par l'actionnaire et *ex post*, la rentabilité de l'investissement hors inflation. Il est possible de comparer la rentabilité obtenue par l'actionnaire au coût du capital (CMPC).

- $TSR - CMPC < 0$ l'entreprise détruit de la valeur
- $TSR - CMPC > 0$ l'entreprise crée de la valeur
- $TSR - CMPC = 0$ ce qui est généré par l'exploitation est juste suffisant pour faire face au coût de financement des projets de l'entreprise.

Le *Wall Street Journal* publie le TSR sur 1,5, et 10 ans pour les entreprises cotées. Ce rendement (ou rentabilité) mesuré en pourcentage peut être comparé directement avec d'autres titres de placement et avec les TSR des entreprises du même secteur ou avec un benchmark comme le S&P 500⁹³. Si la performance relative est positive, on conclue que les marchés financiers ont répondu favorablement aux décisions prises par le management durant l'année et que par conséquent, il y a eu création de valeur.

2.4. Le modèle EVA/MVA :

Les notions d'EVA (Economic Value Added) et MVA (Market Value Added) ont été développées par le cabinet *Stern et Stewart* (1991) et constituent les indicateurs de référence lorsqu'il s'agit de mesurer la création de valeur actionnariale.

⁹³Le S&P 500 (SPX) est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines. L'indice est possédé et géré par Standard & Poor's, l'une des trois principales sociétés de notation financière. L'indice S&P 500 a été créé en 1950. Il a détrôné le *Dow Jones Industrial Average* comme indice le plus représentatif du marché boursier américain parce qu'il est composé d'un plus grand nombre de compagnies et que sa valeur tient compte de la capitalisation boursière des compagnies contenues dans l'indice. De son côté, le *Dow Jones Industrial Average* est basé sur seulement 30 compagnies. Source : Wikipédia, consulté le 15/02/2015.

2.4.1. L'économic value added EVA :

L'EVA ou valeur ajoutée économique est une mesure de la performance interne de l'entreprise. Elle est définie comme étant « une mesure du surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps qui peut recouvrir un ou plusieurs exercices »⁹⁴. Elle s'appuie sur la notion de « profit économique » et de « résultat résiduel » et est égale à la différence entre la rentabilité des capitaux engagés retraités (ROCE) et leur rémunération au coût moyen pondéré du capital (CMPC). L'EVA correspond à un superprofit, c'est-à-dire à l'enrichissement des actionnaires au-delà de la rémunération qu'ils ont exigée⁹⁵. Elle est calculée d'après la formule suivante :

$$EVA = (ROCE - CMPC) \times CI$$

ROCE : rentabilité des capitaux investis après retraitement.

CMPC : coût moyen pondéré du capital.

CI : capitaux investis dans l'entreprise après retraitement.

Lorsqu'elle est positive, la rentabilité de l'exploitation excède le coût des fonds mis à disposition : l'entreprise est créatrice de richesse pour ses bailleurs de fonds. Cela signifie aussi, du seul point de vue de l'actionnaire, qu'elle réalise des performances supérieures aux attentes du marché.

Lorsque l'EVA est négative, l'entreprise détruit de la valeur au détriment de choix stratégiques ou opérationnels plus rémunérateurs, les performances réalisées sont inférieures à ce que le marché attend compte tenu de la classe de risque à laquelle l'entreprise appartient.

Dans le cas très exceptionnel d'une EVA nulle, il n'y a ni destruction ni création de valeur : la rentabilité permet tout juste d'honorer les exigences des prêteurs de fonds.

2.4.2. La MVA (Market Value Added):

Contrairement à l'EVA qui ne retient que la rente secrétée sur une période, la MVA tient compte de l'ensemble des rentes futures. Dit autrement, la MVA (ou valeur ajoutée du marché) est la somme des flux d'EVA futurs actualisés au coût du capital :

$$MVA_t = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

Une MVA positive signifie que le marché anticipe que le management de l'entreprise va créer de la richesse au-delà du coût du capital supporté. A l'inverse, une MVA négative signifie que le marché prévoit une rentabilité insuffisante face au coût des capitaux. Cette interprétation de la MVA repose sur la confiance attribuée à l'hypothèse d'efficience du marché.

La MVA est une mesure de performance externe. A ce titre, elle donne un ordre de grandeur de la plus-value que dégageraient les actionnaires de la vente de l'entreprise après déduction des montants qu'ils ont investis.

⁹⁴F. Pierre, E. Besançon, « Valorisation d'Entreprise », Ed. d'Organisation, Paris, 2004, p.279.

⁹⁵C.Hoarau, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008. P 217.

La valeur économique totale de l'entreprise peut être exprimée à partir des capitaux engagés, augmentée de la valeur actuelle des EVA, autrement dit de la Market Value Added MVA.

Valeur boursière de l'entreprise + dettes financières = capitaux engagés + MVA

Si les modèles d'évaluation de la création de valeur comportent des différences, ils partagent néanmoins un corpus d'hypothèses : la valorisation de l'entreprise sur son marché sur le long terme, demeure soumise à l'existence de perspectives futures favorables, c'est-à-dire au renouvellement de l'avantage concurrentiel. L'intensité de la valeur créée naît de la différence entre la rémunération offerte aux bailleurs de fonds et le coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis.

2.4.3. L'EVA, portées et limites pour le management :

L'avantage indéniable de l'EVA est qu'elle ne limite pas le coût des capitaux investis au coût de la dette, mais qu'elle intègre également le coût des fonds propres en rapport avec le risque que prend l'actionnaire. Autre avantage : son calcul au niveau opérationnel offre d'éliminer l'incidence des écritures exceptionnelles ou financières sur le bénéfice, suite aux provisions pour restructuration ou suite à la revente de valeurs mobilières de placement. Néanmoins, l'EVA n'est pas sans limites et recèle des insuffisances qu'il convient d'aborder.

2.4.3.1. Limites liées au calcul du coût du capital :

L'intensité de la valeur créée dépend largement d'une variable essentielle, celle du coût du capital. Une erreur d'estimation peut selon *C.Hoarau et R.Teller* conduire à une allocation sous-optimale des ressources. Ainsi, une sous-estimation de ce coût se traduit par des investissements insuffisamment rentables. A l'inverse, une surestimation peut conduire l'entreprise à laisser passer des opportunités de croissance au motif qu'elles ne sont pas assez rentables pour rémunérer le coût du capital.

Si l'estimation du coût de la dette ne pose pas de problèmes en pratique, ce n'est pas le cas du coût des fonds propres. En effet, l'estimation de ce dernier est incertaine pour plusieurs raisons pratiques et théoriques qui tiennent aux hypothèses implicites et explicites sous-jacentes au MEDAF : l'efficacité des marchés financiers, le comportement rationnel des acteurs et la stabilité dans le temps des éléments du MEDAF, notamment le β .

a. Remise en question de l'hypothèse d'efficacité des marchés :

Mesurer la valeur créée pour l'actionnaire présuppose de faire confiance au processus de valorisation par le marché. Or pour que ce dernier soit performant dans l'évaluation des actifs, il faut qu'il soit efficace. L'efficacité des marchés postule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est immédiatement intégré dans le prix de cet actif financier. Ainsi, le prix d'une action est formé à partir des anticipations rationnelles qu'ont les investisseurs des flux futurs auxquels la détention de l'action donne droit. Ces anticipations sont formées de façon subjective à partir des informations disponibles et elles évoluent en fonction d'informations nouvelles non prévues,

et ce selon la théorie des anticipations rationnelles⁹⁶. Dans un tel marché, il est impossible pour un investisseur de réaliser un rendement supérieur au marché parce que toutes les informations sont publiquement connues.

Pour *G.Denglos*⁹⁷, L'efficience « informationnelle », « allocationnelle » et « opérationnelle » sont des conditions *sine qua non* de la bonne tenue des marchés. L'auteur avance que lorsque les marchés fonctionnent correctement, les fonds s'orientent vers les emplois les plus productifs, et développent l'économie. Les offreurs et les demandeurs de capitaux sont mis en relation au coût le plus faible, et pour une juste rémunération, à tout moment, le cours boursier reflète l'intégralité de l'information disponible concernant la vie de la firme ainsi que l'influence des événements sur les performances futures.

L'observation des marchés financiers révèle pourtant des inefficiences. L'information ne se diffuse pas en temps réel, et sans coût à tous les agents tant les intermédiaires sont nombreux. Aussi, il est possible pour des investisseurs de réaliser des bénéfices ou des rendements dits « anormaux ». L'existence de délits d'initiés⁹⁸, certes réprimés, en est la preuve. De surcroît, Les investisseurs ne réagissent pas toujours rationnellement aux informations qu'ils reçoivent. Ils agissent plus sur des impressions que par des connaissances et sont guidés dans leurs décisions par des émotions, des intuitions, par leur mentalité moutonnières ; les opérateurs mal informés miment le comportement d'autres agents considérés comme mieux informés. De ces comportements mimétiques naissent des bulles⁹⁹ financières condamnées, à plus ou moins court terme à éclater.

b. L'instabilité dans le temps des coefficients bêta historiques :

Si le MEDAF postule une corrélation positive entre le taux de rendement attendu et bêta, il ne précise pas la période sur laquelle ce dernier doit être calculé tout en faisant l'hypothèse qu'il est stable dans le temps. Or, Un nombre croissant d'études conclue à l'instabilité dans le temps du bêta historique. Pour C.Hoarau et R.Teller, cette instabilité est tout à fait logique du fait que le bêta est une élasticité, tout changement des fondamentaux de l'économie ou des caractéristiques socio-économiques d'un pays modifie la sensibilité du titre d'une firme par rapport aux fluctuations du marché. D'autre part, la relation positive qui devrait en principe unir le risque de marché (risque systématique) à la rentabilité est parfois compromise car, en dépit d'une forte volatilité du titre, une faible corrélation avec le marché atténue la prime de risque et, au final, le coût des fonds propres¹⁰⁰. Plus encore, le paradoxe de Bowman (1980) établit qu'il n'y a pas de relation entre l'accroissement du risque et

⁹⁶C.Hoarau et R.Teller, *Op.Cit. P 112*.

⁹⁷*G.Denglos*, « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostic », éd Dunod, Paris 2003, P 53 .

⁹⁸Le délit d'initié est un délit boursier que commet une personne qui vend ou achète des valeurs mobilières en se basant sur des informations dont ne disposent pas les autres ; l'utilisation ou la communication d'éléments privilégiés peuvent permettre des gains illicites lors de transactions boursières, qui sont interdits par la réglementation de contrôle des marchés financiers.

⁹⁹ Une bulle spéculative existe si le prix actuel d'un actif est supérieur aux fondamentaux (c'est-à-dire à la valeur actuelle des flux futurs qu'il génèrera) et si le prix de cet actif dans un futur proche est jugé supérieur au prix actuel. Dans ce cas, les investisseurs auront rationnellement intérêt à investir dans cet actif pour profiter de la hausse des prix, ce qui contribue à consolider la hausse du prix en dépit de son décrochage avec la valeur fondamentale.

¹⁰⁰*G.Denglos*, « le modèle de création de valeur EVA/MVA », LA Revue Des Sciences De Gestion, N°213, 2005, P 43-60.

l'accroissement de la rentabilité des fonds propres¹⁰¹. Par la suite, les travaux de Fama et French (1992) sont venus consolider cette critique; les investisseurs qui achètent les valeurs à bêta élevé n'obtiendraient pas des rendements plus intéressants que ceux qui achètent des valeurs à faible bêta¹⁰².

2.4.3.2. Les limites d'ordre pratique :

L'une des critiques adressées à l'EVA est qu'elle empêche toute comparaison car elle n'est pas fondée sur des règles édictées par le plan comptable. Chaque direction pratique ses propres arbitrages sans qu'aucune réglementation ne vienne imposer ce qu'il convient d'ajuster ou non.

Par ailleurs, un pilotage de l'entreprise fondé uniquement sur la création de valeur actionnariale peut conduire à plusieurs dérives : une dérive des comportements managériaux vers la manipulation des indicateurs de création de valeur, un transfert du risque résiduel en théorie supporté par les actionnaires vers les salariés et une focalisation sur le court terme au détriment d'une vision stratégique à long terme¹⁰³.

a. Manipulation des indicateurs de création de valeur :

Les manipulations peuvent concerner les deux éléments du taux de rentabilité des capitaux employés, à savoir, le résultat et le montant des capitaux employés. Une réduction artificielle du montant des capitaux investis dope systématiquement la rentabilité. Ceci est rendu possible par des pratiques telles que la déconsolidation comptable des actifs d'exploitation (par exemple cession des stocks à une société tiers tout en conservant l'usage), la titrisation des créances commerciales, cession d'actifs nécessaires à l'exploitation qui sont ensuite repris en location (lease-back),...

D'autre part, si on regarde de plus près, les produits finis comptabilisés en « production stockée » viennent accroître le bénéfice opérationnel alors qu'ils ne sont qu'une addition de coûts de revient. Un groupe pourrait dégager un bénéfice opérationnel simplement grâce au gonflement de ses stocks.

b. Le transfert du risque supporté par l'actionnaire vers les salariés :

Si, en théorie, la maximisation de la valeur actionnariale à long terme n'est pas contradictoire avec la valorisation du capital humain, en pratique ces deux objectifs apparaissent souvent opposés, tout au moins à court terme. Afficher une EVA élevée peut ainsi passer par un ajustement des coûts salariaux au risque d'amputer la pérennité de la firme.

Les contraintes de rentabilité qui pèsent sur les dirigeants poussent ces derniers en cas de variations cycliques, à réduire leurs charges d'exploitations, en premier lieu les emplois

¹⁰¹¹⁰¹G.Denglos, « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostic », éd Dunod, Paris 2003, P 54.

¹⁰²idem

¹⁰³C.Hoarau et R.Teller, *Op.Cit.* P 108.

et les salaires. On constate ainsi que pour éviter une variation de la rentabilité de leurs actions, les actionnaires transfèrent leurs risques vers les acteurs les plus faibles, à savoir les salariés.

c. Risque de court-termisme :

L'adoption de l'EVA comme critère de sélection des investissements peut amener les dirigeants à favoriser le court terme au détriment d'une vision stratégique à long terme. L'EVA étant un indicateur de performance annuel, rien ne permet d'affirmer qu'un EVA élevé sur un exercice est le révélateur assuré d'une politique de création de richesse à long terme¹⁰⁴.

Paradoxalement, l'EVA s'améliore parfois lorsque les actifs stratégiques se détériorent. Une EVA attrayante pourrait être due à une politique de sous-investissement notamment en recherche et développement ou en formation¹⁰⁵, aussi, une réduction sensible des services apportés aux clients mènera rapidement à une amélioration de l'EVA sous l'effet d'une réduction des charges d'exploitation avec toutefois des conséquences inquiétantes pour le futur¹⁰⁶. A l'inverse, une EVA négative peut naître d'investissements massifs, dont la valeur actuelle est positive qui servent à développer ou à maintenir un avantage concurrentiel.

¹⁰⁴M.Albouy, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur actionnariale », Revue Française de Gestion, N° 166, 2006, P 153.

¹⁰⁵ Idem.

¹⁰⁶C.Hoarau, R.Teller, *Op.Cit*, P 109.

Conclusion du deuxième chapitre :

Dans le lot des approches rendues populaires par les consultants en management pour mesurer la création de valeur actionnariale, ressort l'EVA (*Economic Value Added*), l'indicateur le plus citée par la presse financière qui se propose d'être le représentant ultime de la *Shareholder Value*.

Concrètement, l'EVA mesure les résultats financiers de l'entreprise non pas à partir des indicateurs classiques comptables tels que le chiffre d'affaires ou le résultat d'exploitation, mais à partir du solde entre la rentabilité opérationnelle des capitaux investis et la rémunération des capitaux engagés. Il ne suffit donc pas pour une entreprise de réaliser un résultat positif, mais il faut que cette rentabilité parvienne à rémunérer les apporteurs de capitaux. Une firme crée donc de la valeur lorsque son EVA est positive.

Le coût des capitaux engagés est un coût représentatif de la rémunération exigée par les actionnaires et les créanciers pour le financement d'un certain type d'investissement, en fonction du risque économique de celui-ci et du risque de levier attaché aux modalités de son financement. Ce coût est représenté par le Coût Moyen Pondéré Du Capital (CMPC).

Le CMPC est la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût des dettes. Afin de le calculer il faut déterminer, d'une part, le coût de chacune des deux sources de financement (fonds propres et dettes), et d'autre part, la part relative de ces dernières dans le financement de l'entreprise, c'est-à-dire sa structure financière.

Le coût de la dette est le coût actuariel net qui mesure le coût pour l'entreprise ou ses actionnaires de la rémunération des créanciers financiers. Il intègre donc l'effet des primes de remboursement ou d'émission des obligations, et il est net d'économies fiscales. Le calcul de ce coût ne devrait pas en pratique poser de problèmes, il suffit de se renseigner des conditions de marché. Le plus difficile est d'estimer le coût des fonds propres dans la mesure où il s'agit d'un coût d'opportunité. Nous avons présenté deux méthodes de calcul ; la première est un modèle actuariel fondé sur l'anticipation de la valeur des dividendes que l'entreprise versera à ses actionnaires, c'est le modèle de Gordon-Shapiro. Le deuxième modèle, qui est le modèle de référence utilisé par les praticiens de la finance, est le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) qui établit que le coût des fonds propres est constitué du taux sans risque majoré d'une prime de risque proportionnelle au risque de marché de l'action ou du risque systémique.

La mesure de la valeur créée, s'effectue en soustrayant le coût du capital au résultat économique. Il s'agit de retenir une rentabilité opérationnelle mesurée par le ratio ROCE qui est représenté par le rapport entre le résultat d'exploitation net d'impôt (le NOPAT anglo-saxon, « *Net Operating Profit After Taxes* », et le montant des capitaux engagés. Le choix du NOPAT comme indicateur de résultat est justifié par le fait que la valeur créée est destinée aux prêteurs, créanciers et actionnaires. Il faut donc se placer au niveau opérationnel pour éviter de déduire deux fois le coût des dettes financières et tenir compte de l'imposition dès lors qu'une partie du résultat est vouée à disparaître.

Chapitre 3 :
*Le management par la valeur
financière*

Introduction au troisième chapitre:

La création de valeur actionnariale apparaît comme une idéologie dans le sens propre du terme qui trouve son application concrète dans le mode de pilotage d'un nombre croissant d'entreprises. En effet, les années récentes ont montré que les entreprises qui dépendent du marché financier sont de plus en plus confrontées au défi du management de la valeur actionnariale.

Cette contrainte de création de valeur s'est traduite par l'adoption d'un management principalement orienté vers l'enrichissement des actionnaires; le management par la valeur financière (MVF) ou *Value Based Management* (VBM). Ce nouveau mode de gestion apporte des modifications profondes en matière de pilotage des entreprises et repose sur le principe de maximisation des deux marchés ; l'entreprise doit développer une stratégie économique visant à la positionner sur le marché des produits, et une stratégie financière visant à maximiser la valeur de l'action. De mauvaises performances sur l'un des marchés ne manquera pas d'avoir de mauvaises répercussions sur l'autre.

L'introduction des objectifs de création de valeur suppose de connaître les sources de la création de cette valeur afin de permettre aux dirigeants de prendre des décisions qui ne vont pas à l'encontre des intérêts des actionnaires, car au-delà des techniques de mesure de la valeur créée, le véritable enjeu est de comprendre comment créer cette valeur et quels sont les moyens à déployer. L'objectif de ce chapitre est justement de comprendre les implications de l'adoption d'un management par la valeur financière sur le pilotage des entreprises et plus précisément sur leur stratégie. Nous tenterons ainsi de mettre en exergue les principaux moyens actionnés pour répondre à l'impératif de création de valeur.

La première section développera les étapes d'un *Value Based Management* (VBM) ainsi qu'une analyse de la formation de la valeur d'une entreprise qui permettra d'identifier les leviers de la création de valeur actionnariale. La deuxième section mettra l'accent sur l'implication de la valeur actionnariale sur les choix stratégiques retenus par les entreprises. Enfin, la troisième section exposera les principales décisions financières susceptibles d'avoir un impact positif sur la valeur de la firme.

Section 1: Les concepts de base du Value Based Management (VBM)

1. Présentation du Value Based Management (VBM) :

Le *Value Based Management*, ou management par la valeur financière est la conséquence apparente de l'internalisation de la pression exercée par les marchés financiers pour la création de valeur. Il oriente toutes les actions vers la rentabilisation des capitaux apportés par les actionnaires et assure l'implication de chacun grâce à un système de primes et de bonus lié à des indicateurs de création de valeur.

1.1. Définition du VBM:

Simms (2001) définit le management par la valeur financière comme une approche du management dans laquelle l'objectif de l'entreprise est la maximisation de la valeur actionnariale par la production de rendements supérieurs au coût du capital : "*Value-based Management is essentially a management approach whereby companies' driving philosophy is to maximize shareholder value by producing returns in excess of the cost of capital*"¹⁰⁷. C. Hoarau et R. Teller parlent ainsi de « *pilotage interne par le coût du capital* ».

L'implantation d'un management par la valeur financière implique l'adhésion de toutes les parties et l'orientation de toutes les actions vers l'objectif de création de richesse pour l'actionnaire ; « l'objectif de la firme, ses systèmes, sa stratégie, ses processus, la mesure des performances, la culture ainsi que l'objectif qui guide ses actions est la maximisation de la richesse des actionnaires » (Arnold, 1998).

Le Value Based Management « VBM », est donc un système de gestion orienté vers la création de valeur pour l'actionnaire. Il diffuse la pression actionnariale au sein de toute l'organisation et focalise le pilotage des performances internes par référence à une performance externe, à savoir le cours en bourse. L'objectif de création de valeur oriente la stratégie de l'entreprise, sa structure ainsi que ses processus. Il conditionne la rémunération des dirigeants et dicte les indicateurs de mesure des performances.

Pour F. Bogliolo¹⁰⁸, la création de valeur actionnariale est une véritable révolution managériale car elle fait de la valeur de marché d'une entreprise un outil intégral de gestion et non pas seulement un objet de négociation ou d'analyse. Dans cette optique, l'entreprise se gère pour être valorisée au mieux afin de répondre aux attentes de ses pourvoyeurs de capitaux tout en respectant l'intérêt des autres parties prenantes.

1.2. Les préalables à la mise en place d'un VBM :

Le développement d'une culture de création de valeur pour l'actionnaire au sein de l'équipe dirigeante constitue un préalable à la mise en place d'un management par la valeur financière. Aussi, il convient de diviser l'entreprise en centres de profit où chaque centre est responsable de sa performance définie comme l'excédent de la rentabilité par rapport au coût des capitaux engagés.

¹⁰⁷ A. Ameels, G. Scheipers « Value-based management: control processes to create value through integration a literature review », Vlerick Leuven Gent Management School, 2002. P 06.

¹⁰⁸ F. Bogliolo, *Op.Cit.*, P 32.

1.2.1. Le développement d'une culture de création de valeur :

Avant de mettre en place un système de gestion basé sur la valeur financière au sein de l'entreprise, il faut au préalable ancrer un esprit de création de valeur au sein de l'équipe dirigeante. Le dirigeant de l'entreprise ainsi que le conseil d'administration doivent comprendre, accepter et être préparés aux changements qu'implique l'adoption d'un VBM ; «*Before VBM is introduced to the rest of the organization, Senior managers, including the CEO and the board of directors, must understand, accept, and be prepared to encourage the technical, behavioral, and administrative changes that VBM requires*»¹⁰⁹.

La culture de création de valeur actionnariale doit ensuite être diffusée à tous les niveaux de la hiérarchie en faisant prendre conscience aux opérationnels que les capitaux employés dans l'activité de l'entreprise ont un coût, et qu'ils doivent dégager une rentabilité supérieure à ce coût. Ceci soulève un défi supplémentaire, celui de constituer une équipe de transformation avec les représentants des unités opérationnelles et fonctionnelles. Cette équipe aura pour fonction essentielle de sensibiliser les troupes, d'expliquer l'importance et l'utilité du nouveau système de gestion, de les encourager et de créer en leur sein un sentiment de consensus et de participation aux objectifs de l'organisation.

1.2.2. La décomposition de l'entreprise en rivières de valeur :

Pour une analyse pertinente de la création de valeur, l'activité de l'entreprise doit être découpée en unités de création de valeur pour lesquelles on peut identifier avec exactitude le capital utilisé ainsi les ressources que ce dernier a permis de générer. Ces unités sont appelées «*rivières de valeur*» pour reprendre les termes de F.Bogliolo ; «*L'entreprise, fleuve qui se jette dans la mer de l'extérieur de l'entreprise (les investisseurs) se divise ainsi en plusieurs rivières puis ruisseaux jusqu'aux sources de la création de valeur*»¹¹⁰. Ces rivières de valeur peuvent être des produits, des métiers, des clients, des processus, des pays, des filiales, des services des ateliers... Ce découpage est accompagné d'une décentralisation des responsabilités en affectant à chaque individu sa part de mission à accomplir pour créer de la valeur à son niveau.

Une division efficace en rivières de valeur suppose qu'une amélioration de la valeur créée par une unité ne se fait pas au détriment d'une autre unité (*règle d'indépendance*) et que la somme des valeurs créées par ces rivières de valeur doit être égale à la valeur créée par toute l'entreprise. De même, la somme des valeurs créées par des «*sous-rivières*» de valeur doit être égale à la valeur de la rivière adjacente (*règle d'additivité*).

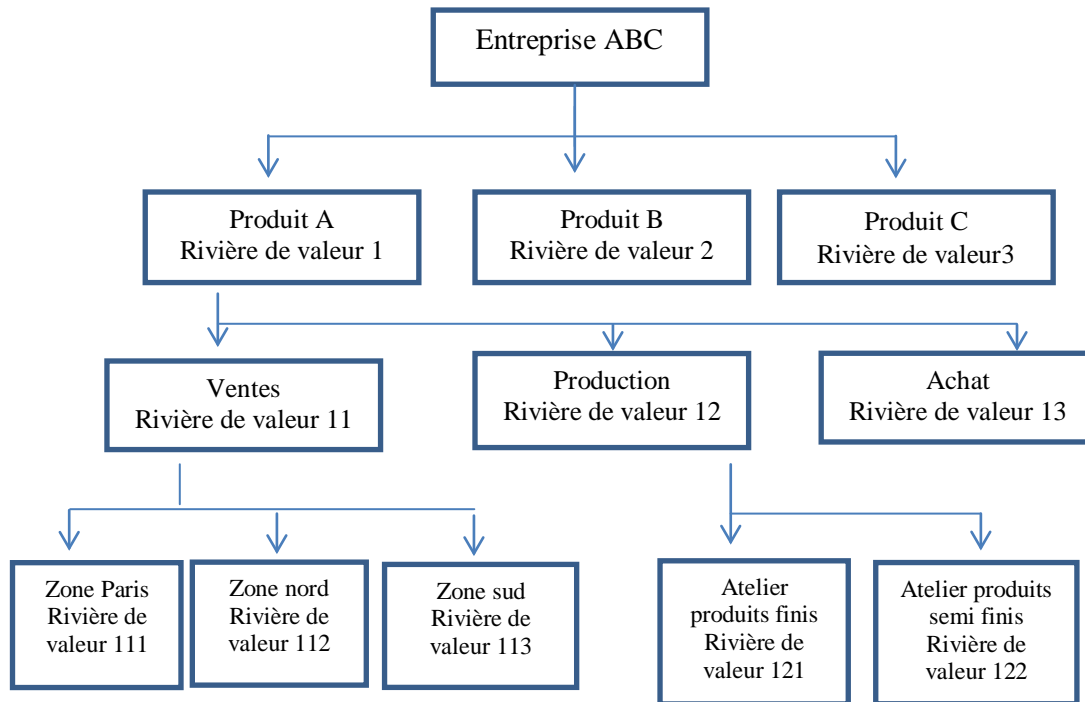
Le but recherché de ce travail, est de savoir précisément où se crée la valeur, car même si l'entreprise est créatrice de valeur globalement, il se peut qu'il y ait des unités qui ont détruit de la valeur mais qui ont été compensées par des unités créatrices de valeur. En effet, «*ce n'est pas parce que quelqu'un a une main dans le four et l'autre dans le*

¹⁰⁹ «*Measuring and Managing Shareholder Value Creation*», Institute of Management Accountants, Montvale, 1997, P20.

¹¹⁰F.Bogliolo, *Op. Cit* p.38.

réfrigérateur qu'on peut dire qu'en moyenne il est bien ». Ce mode de gestion permet donc la limitation des compensations financières entre activités, ce qui oblige alors chaque centre de profit à supporter le risque directement et à dégager une rentabilité supérieure au coût du capital qui lui a été alloué.

Figure n° 4: Découpage d'une entreprise en rivières de valeur



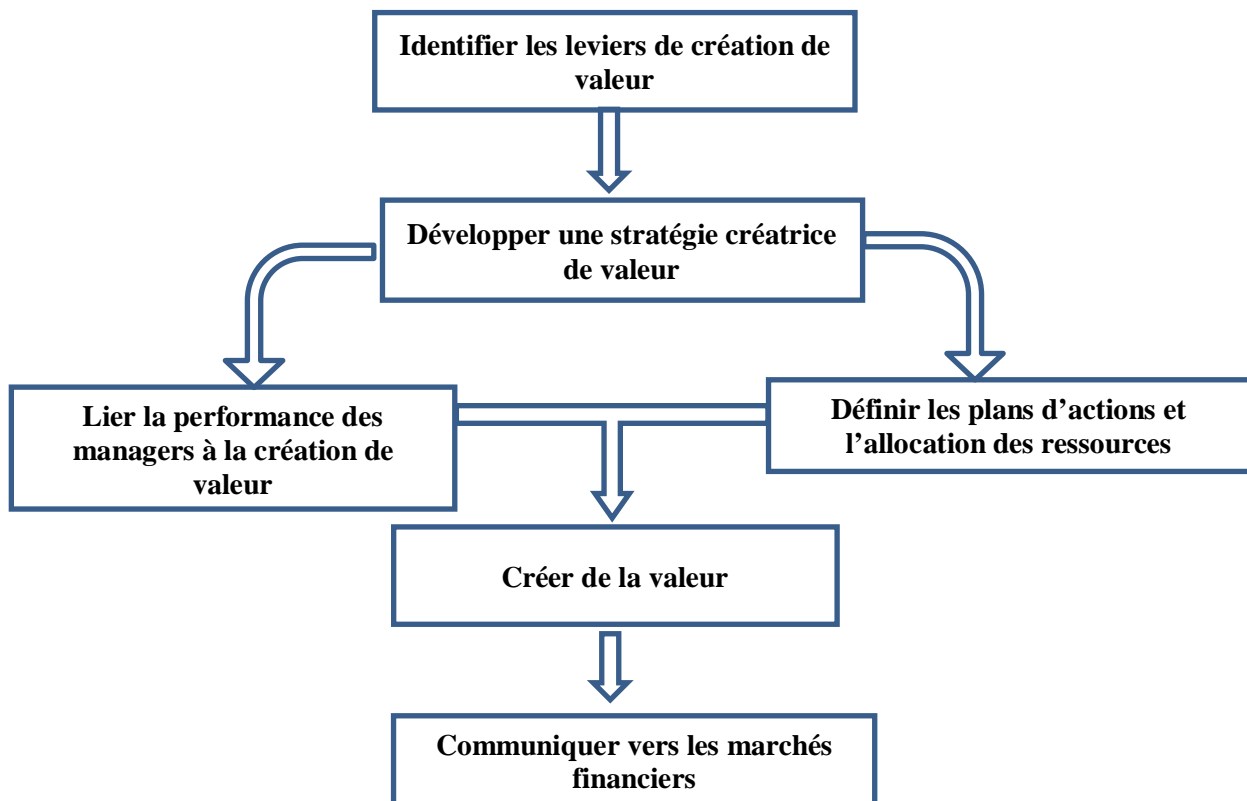
Source : F.Bogliolo, "La Création de Valeur", Editions d'Organisation, Paris, 2000, p.38.

Les unités destructrices de valeur peuvent être cédées en cas d'insuffisance de rentabilité ou si elles sont trop consommatrices de trésorerie. Le groupe organise donc l'allocation des ressources financières entre les activités et les filiales selon la rentabilité, le risque et la capacité de croissance de l'activité. Les actifs peuvent alors fonctionner comme monnaie d'échange dans les opérations de redéfinition des périmètres des groupes.

1.3. Les axes d'un système de gestion par la valeur :

Le système de gestion par la valeur est un processus qui exige de l'entreprise la mise en œuvre d'actions préalables qui vont orienter tous les efforts vers le sens de la création de valeur pour l'actionnaire. Ce processus intègre la réflexion stratégique, la gestion des opérations, la motivation des hommes et la communication vers les marchés financiers. C'est un processus continu et organisé dont les étapes se suivent et se concordent (**Figure n°5**).

Figure n°5: Les axes d'un système de management par la valeur



Source : d'après I.Gelard et O.Drion, « Le management par la valeur », Revue « Banque Stratégie », n°161, Juin 1999, p.12.

Pour atteindre son objectif de création de valeur, l'entreprise devra définir avec précision les leviers qu'elle pourra actionner. Ceci passe par une compréhension approfondie de la formation de la valeur au sein de l'entreprise ainsi que des principaux éléments ayant une influence significative sur les paramètres de la valeur. Une fois ces leviers déterminés, l'entreprise devra retenir ceux pour lesquels la valeur de l'entreprise est la plus sensible. Ces derniers seront ensuite articulés au sein d'une stratégie cohérente.

Lors de la formulation de la stratégie de l'entreprise, l'objectif de création de valeur actionnariale doit guider toute la réflexion stratégique, à commencer par un diagnostic stratégique qui permettra de déceler les forces et les faiblesses des différentes activités ainsi que leur capacité à créer de la valeur. Ce diagnostic orientera le choix de la stratégie globale ou « Corporate » sur les seuls DAS créateurs de valeur, c'est-à-dire dégagant une rentabilité supérieure au coût du capital. L'allocation des ressources s'effectuera ensuite en fonction de la capacité de chaque DAS à rentabiliser les capitaux investis.

Les leviers de création de valeur retenus doivent être traduits et suivis par des indicateurs de performance (Chiffres d'affaires, coûts, marges et taux de rentabilité par période,...). Un système de rémunération incitatif indexé sur l'atteinte de ces objectifs est ensuite mis en place pour garantir l'adhésion de chaque acteur à l'objectif de création de valeur actionnariale. Enfin, un système de VBM efficace ne doit pas se contenter de créer de

la valeur, il doit communiquer sur cette dernière aux marchés financiers pour qu'elle soit reflétée dans le cours en bourse.

2. Identification des leviers de la création de valeur :

L'identification des leviers de la création de valeur passe impérativement par la construction des arbres de valeur permettant d'avoir une profonde connaissance des variables qui influent sur la formation de la valeur de l'entreprise.

2.1. L'arbre de la valeur :

La construction de l'arbre de la valeur devra permettre de mettre en exergue les « inducteurs de valeur » ou « Value Drivers ». Un inducteur de valeur est toute variable qui peut avoir un impact significatif sur la valeur de l'entreprise. « *A value driver is any variable that significantly affects the value of the organization* ». ¹¹¹La construction de l'arbre de la valeur ainsi que l'analyse du modèle d'évaluation de l'entreprise par actualisation des flux de trésorerie disponibles constituent de bons outils d'appréciation des inducteurs de valeur.

L'approche par actualisation des flux de trésorerie permet d'identifier les différents paramètres sur lesquels il est possible d'agir afin d'accroître la valeur de l'entreprise. Pour chaque décision, le dirigeant doit en rechercher les impacts sur le modèle et apprécier ainsi la création de valeur qui en découle. Ce modèle présente aussi l'avantage de pouvoir être mis en œuvre lorsque la société n'est pas cotée ainsi qu'au niveau des différents DAS de l'entreprise.

Dans ce modèle, la valeur de marché des fonds propres (valeur actionnariale) est la différence entre la valeur économique totale de l'entreprise et la valeur de marché de sa dette financière. La valeur économique que les actionnaires et les créanciers financiers se partageront correspond, rappelons-le, à la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles futurs:

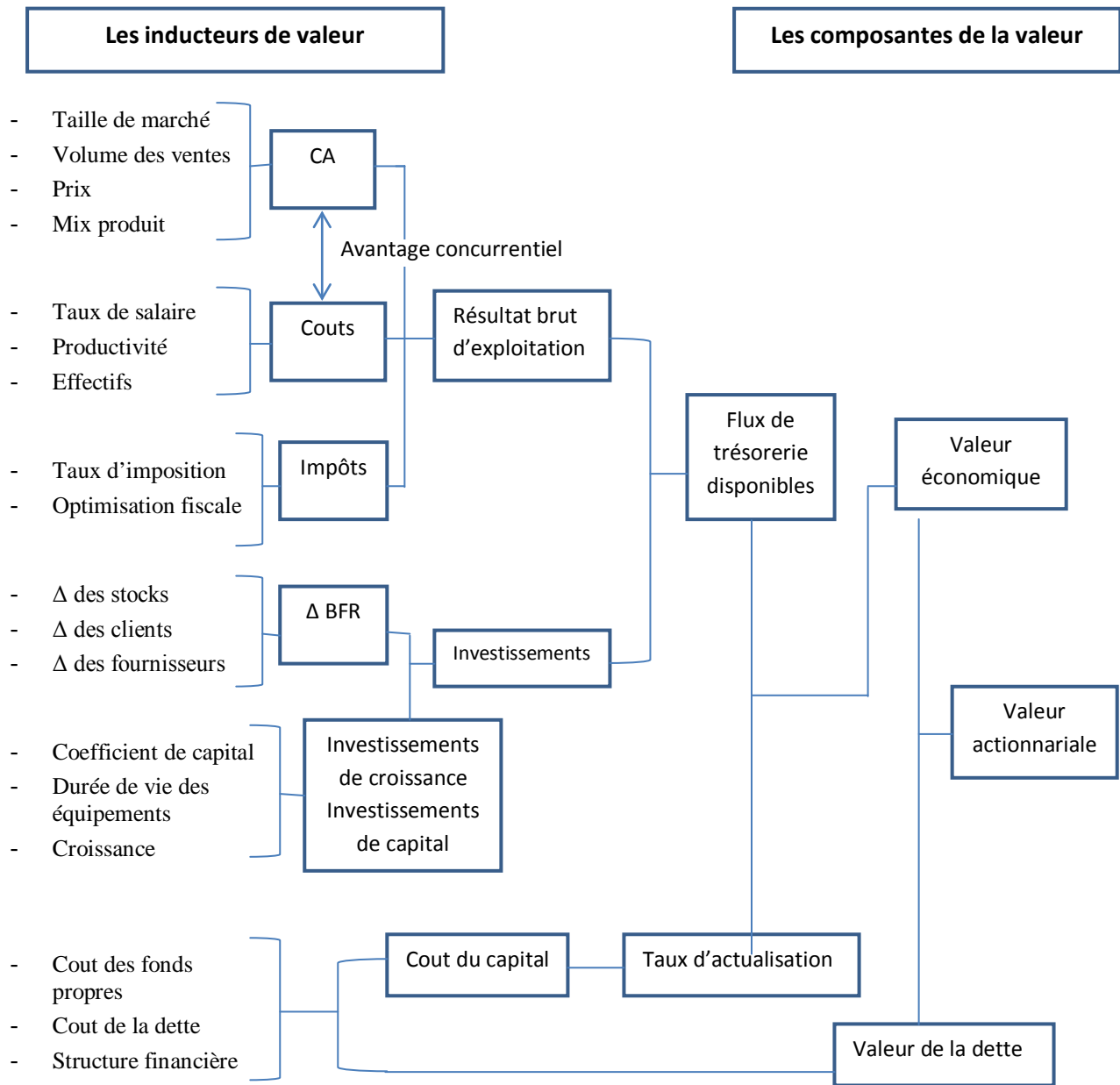
$$VG = \sum_{i=1}^n \frac{FTD_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{V_n}{(1 + CMPC)^n}$$

$$VG = \sum_{i=1}^n \frac{FTD_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{FTD_{n+1}}{(CMPC - g)^n} \times (1 + CMPC)^{-n}$$

L'arbre de la valeur permet une schématisation des principaux inducteurs opérationnels et financiers de la création de valeur (**figure 6**).

¹¹¹ « Measuring and Managing Shareholder Value Creation », Institute of Management Accountants, Montvale, 1997, P 03.

Figure 06: Les paramètres de la création de valeur



Source : C.Hoarau, maitriser le diagnostic financier, groupe revue fiduciaire, 2^{ème} éd. 2001.

2.2. Les leviers de la création de valeur :

A partir de l'analyse de l'arbre de la valeur ainsi que du modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, Nous pouvons relever quatre types de décisions permettant d'accroître la valeur :

- Augmenter le niveau des flux de trésorerie disponibles ;
- Augmenter la durée de la forte croissance (n) ;
- Augmenter le niveau de croissance anticipée ;
- Réduire le cout du capital.

2.2.1. Augmenter le niveau des flux de trésorerie disponibles :

L'amélioration des flux de trésorerie disponibles se fait principalement par une augmentation du résultat opérationnel, des cessions d'actifs et une réduction du besoin en fonds de roulement.

2.2.2. Accroître la durée de la période de croissance :

Le modèle d'évaluation repose sur un découpage de l'avenir de la société en deux périodes : une première période dite de croissance et l'autre de maturité où la croissance est plus limitée. En règle générale, il est considéré que la période de croissance prend fin lorsque la rentabilité devient égale au coût du capital. La valeur de l'entreprise sera d'autant plus élevée que la période de croissance sera longue. Pour atteindre cet objectif, il faut que l'entreprise dispose d'un avantage concurrentiel et qu'elle soit en mesure de le maintenir dans le temps. Ceci est notamment possible lorsque l'entreprise possède des marques fortes, des brevets, un accès privilégié à certaines ressources ou tout autre actif qui lui confère un avantage concurrentiel.

2.2.3. Augmenter le niveau de croissance anticipée:

La valeur terminale joue un rôle de premier ordre dans la détermination de la valeur de l'entreprise. Cette dernière est extrêmement sensible au taux de croissance perpétuelle, et une amélioration, même limitée, de ce dernier a un impact significatif sur la valeur de l'entreprise. La croissance soutenable est le produit du taux d'investissement et de la rentabilité économique. Toute amélioration de ces deux paramètres a un impact significatif sur la croissance anticipée.

2.2.4. Réduire le coût du capital :

La gestion de la valeur est un management par le coût du capital. Ce dernier est fortement influencé par le niveau des taux d'intérêt ainsi que de la prime de risque de l'entreprise et par la politique d'endettement.

Une façon de réduire le CMPC est la réduction du risque de l'entreprise qui entraînera une diminution de la prime de risque. La réduction du risque lié à l'activité peut se faire en modifiant le portefeuille d'activités de l'entreprise, quant au risque d'exploitation, il peut être atténué en réduisant les charges fixes de l'entreprise, que ce soit par la sous-traitance ou l'externalisation. L'optimisation financière par le recours à l'endettement constitue également un levier d'action par son effet sur le coût du capital. En remplaçant une partie des capitaux propres par des dettes, le CMPC diminue, non pas parce que le coût de la dette est plus faible, mais du fait de la déductibilité fiscale des charges d'intérêt.

3. Le développement d'une stratégie créatrice de valeur :

L'objectif de création de valeur actionnariale doit intégrer toute la réflexion stratégique pour aboutir à des choix qui servent au mieux les intérêts des actionnaires. Avant de développer l'implication de l'adoption du management par la valeur sur la stratégie

d'entreprise, il convient de s'arrêter pour faire une brève présentation de la stratégie d'entreprise.

3.1. Présentation de la stratégie d'entreprise :

La stratégie d'entreprise trouve ses racines dans l'art de la guerre. Il s'agit notamment, dans un cas comme dans l'autre d'atteindre les objectifs stratégiques. Elle est aujourd'hui devenue une discipline à part entière, organisée selon une logique particulière.

3.1.1. Origine de la discipline :

La stratégie d'entreprise est apparue au cours des années 1960, mais son origine, plus ancienne, vient du domaine militaire, ce terme est issu du verbe grec « stratos » qui signifie en grec « foule », « armée », d'où dérivent stratègos « chef d'armée » et stratègia « commandement d'armée » qui signifie planifier la destruction des ennemis au moyen d'un usage efficace des moyens dont on dispose¹¹². Le terme a connu par la suite une extension au monde des affaires.

Se sont Chandler, Andrews et Ansoff qui ont jeté les bases conceptuelles du management stratégique et ont fourni un système de concepts pour étudier la formation des stratégies et leur impact sur le résultat. Toutefois, leur audience était principalement dans les universités, parmi les étudiants et professeurs.

C'est une société de conseil, le Boston Consulting Group (BCG), qui a joué un rôle fondamental dans l'application des concepts de la gestion stratégique par les entreprises à la fin des années 60.

3.1.2. Définition de la stratégie :

Pour bien définir le concept de stratégie, il convient d'aborder un certain nombre de notions entremêlées renvoyant à trois questions principales dont les réponses définissent un projet d'entreprise ; le pourquoi, le quoi et le comment de l'activité de l'entreprise.

- *Le pourquoi de l'activité de l'entreprise :*

Par mission ou vocation, il faut entendre la façon dont l'entreprise répond aux questions du type : Qui sommes-nous ? Dans quelle activité nous situons nous ? Que voulons-nous être ?

Les réponses qui leurs sont fournies donnent une ligne directrice à l'entreprise et prédéterminent l'évolution des stratégies qui seront développées et mises en œuvre. L'énoncé d'une mission revient en effet à expliciter ce qu'une entreprise est et ce qu'elle aspire à être, c'est ce qui fournit un cadre de référence pour évaluer les activités actuelles et projetées.

- *Le quoi de l'activité de l'entreprise :*

Dans la mesure où l'entreprise a défini son objet, sa mission, l'étape suivante consiste à préciser ce qu'elle cherchera à accomplir. Cela passe par le choix d'un ensemble de buts et

¹¹²T.Atamer, R.Calori, Diagnostic et décisions stratégiques, éd Dunod, Paris, 2003.

d'objectifs qui constitueront des fins plus spécifiques que la seule déclaration d'orientation ou de direction.

Les buts sont les intentions qui sous entendent l'action, les aspirations fondamentales sur un horizon temporel généralement non borné précisément. Comme tels, ils ne sont jamais véritablement atteints mais toujours à poursuivre contrairement aux objectifs qui sont des résultats que l'entreprise se propose d'atteindre à une date donnée. Qu'ils soient exprimés en termes qualitatifs ou quantitatifs, les objectifs doivent être suffisamment précis pour servir de guide d'action et de base d'évaluation des performances.

- ***Le comment de l'activité de l'entreprise :***

La réponse à cette interrogation permet de définir la stratégie dans le sens étroit du terme. Elle permet d'entrer dans le domaine de l'action devant permettre l'atteinte des objectifs et l'accomplissement des buts en s'inscrivant dans le cadre des missions et politiques de l'entreprise.

Dans cette logique, Chandler (1962)¹¹³ définit la stratégie comme la définition des objectifs à long terme, le développement des activités et l'allocation des ressources qui permettront d'atteindre ces objectifs. La définition d'Andrews¹¹⁴ souligne que la stratégie est un ensemble de décisions combinant les capacités et les ressources d'une entreprise avec les opportunités de l'environnement. Notons que figure parmi les objectifs l'idée de créer de la valeur, non seulement pour les actionnaires, mais aussi pour les autres personnes ou groupes de personnes qui ont un intérêt dans l'entreprise (stakeholders ou parties prenantes).

3.1.3. La démarche stratégique :

La démarche stratégique est un processus formalisé de prise de décision qui élabore une représentation voulue de l'état futur de l'entreprise et spécifie les modalités de mise en œuvre de cette volonté. C'est donc une démarche explicite, qui s'appuie sur une méthode et qui se déroule dans le temps et dans l'espace selon un programme préalablement déterminé. Elle aboutit à des choix stratégiques et à des programmes d'action visant à assurer la mise en œuvre de ces choix. La gestion stratégique peut donc être définie en examinant les trois champs principaux qui la composent ; l'analyse stratégique, le choix des stratégies et la réalisation des stratégies.

3.1.3.1. Le diagnostic stratégique :

Le diagnostic stratégique est un prérequis incontournable à la prise des décisions stratégiques et à la mise en œuvre de stratégies efficaces, qu'elles visent à optimiser la performance des activités existantes ou à développer avec succès de nouvelles activités. En effet, l'une des caractéristiques majeures de l'action stratégique est qu'elle s'inscrit dans un avenir incertain. Le rôle du diagnostic stratégique est précisément de réduire cette incertitude ou, à défaut, d'identifier au mieux les facteurs susceptibles d'influencer le cours des événements, dans le but d'éclairer les choix de l'entreprise et de maximiser sa performance.

¹¹³G.Pellicelli, "Stratégie d'entreprise », éd. De Boeck, Bruxelles, 2007, p 17.

¹¹⁴idem

3.1.3.2. La formulation de la stratégie :

La stratégie doit être articulée à différents niveaux de l'entreprise avec des responsabilités et des autorités distinctes dans la gestion stratégique ; la stratégie globale ou corporatestrategy, la stratégie d'activité et les stratégies fonctionnelles.

- La stratégie globale (corporatestrategy) :

Elle a pour objectif d'assurer la pérennité de l'organisation à long terme et de satisfaire les attentes de ses différentes parties prenantes (clients, actionnaires.....) Elle porte essentiellement sur le choix des domaines d'activité stratégiques à développer¹¹⁵. Les décisions stratégiques prises à ce niveau sont prises par la direction générale et le conseil d'administration.

Atamer et Calori¹¹⁶ définissent le DAS comme « *un sous ensemble d'activités d'une entreprise qui ont des facteurs clé de succès (FCS) semblables et qui partagent des ressources et des savoir-faire. Ces activités contribuent donc à créer de la valeur de manière suffisamment similaire pour définir une stratégie spécifique cohérente* ».

Un facteur clé de succès, appelé aussi source d'avantage concurrentiel, est un élément de l'offre actuelle ou potentielle qui a, ou aura, une valeur pour le client. C'est donc un élément sur lequel se fonde l'offre concurrentielle. Plus précisément, les FCS sont les éléments qu'une entreprise doit absolument avoir pour être présente sur le DAS visé. La maîtrise conduit à créer un avantage concurrentiel.

- La stratégie par domaine d'activité stratégique (Business Strategy) :

Elle consiste à prendre des décisions relatives à la mise en œuvre du développement de chaque activité stratégique. Les décisions prises en termes de pénétration de nouveaux marchés, de création de lignes de produits et d'implantation de nouveaux sites sont propres à un domaine d'activité stratégique, elles n'engagent pas d'autres domaines. Les décisions à ce niveau relèvent de la direction générale et des directeurs de divisions ou d'activités.

- La stratégie fonctionnelle:

Elle est spécifique à une fonction qu'il s'agisse du marketing, de la production, de la distribution ou encore de la recherche et développement. Les décisions n'engagent en général que cette fonction, éventuellement uniquement au sein d'un domaine d'activités stratégique. Elles sont le plus souvent prises par la direction générale et les cadres supérieurs en charge de la fonction concernée.

Les stratégies fonctionnelles ont pour objectif d'assurer la mise en œuvre des stratégies globales et par domaine d'activité stratégique. De bons choix en matière de stratégies fonctionnelles assurent la performance des stratégies de niveau supérieur. Les

¹¹⁵ R. Thiétart, J. Xuereb, « Stratégies : Concepts, méthodes, mise en œuvre », éd Dunod, Paris, 2005

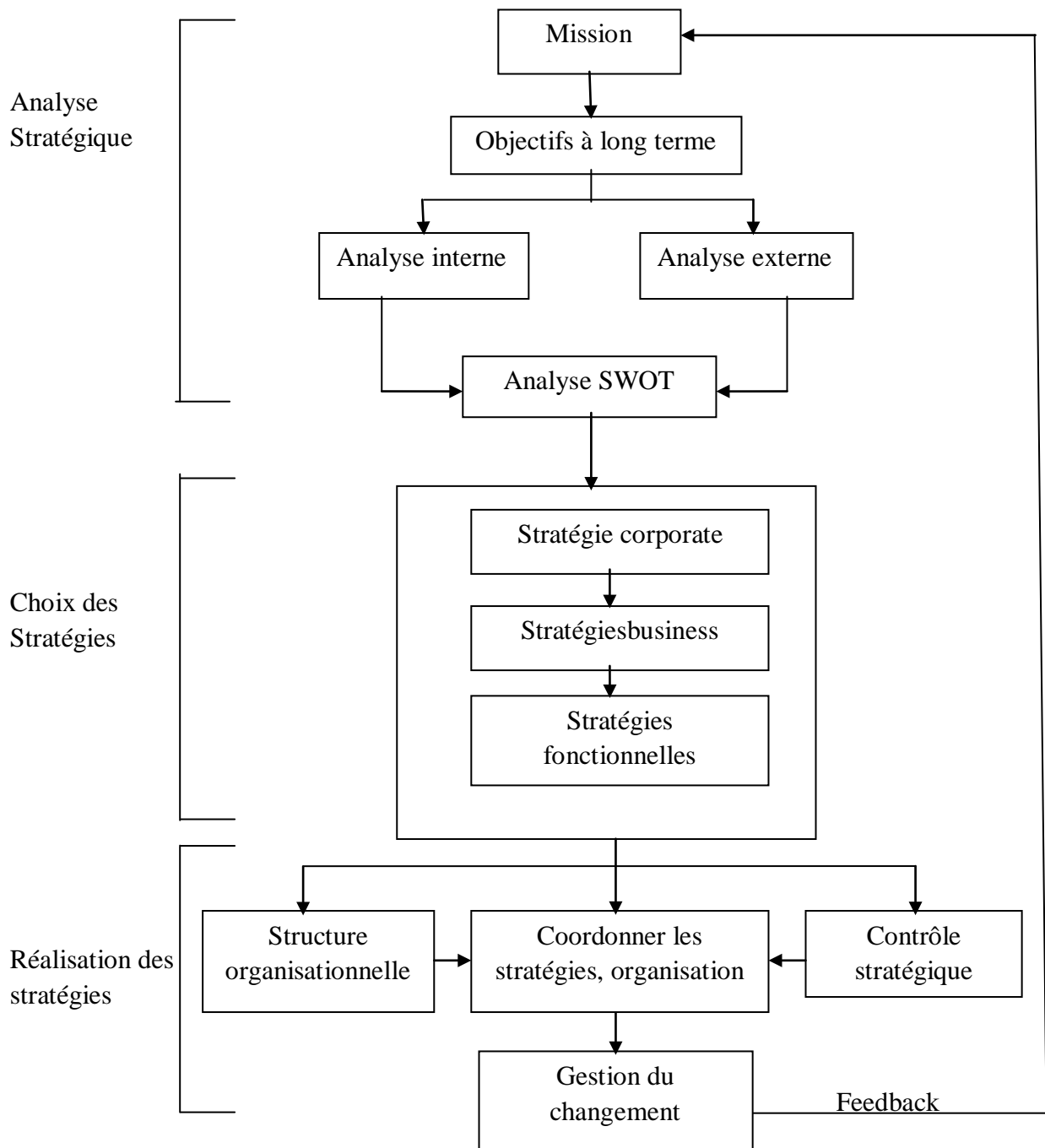
¹¹⁶T.Atamer, R.Calori, *Op.Cit*, P 62

décisions à ce niveau sont prises par la direction générale et la hiérarchie fonctionnelle (marketing, finances, productions,...).

3.1.3.3. La réalisation des stratégies :

Enfin, les stratégies choisies doivent être réalisées, traduites en actions. Pour ce faire, il faut une structure organisationnelle et un système de contrôle ; il faut créer des motivations, attribuer des responsabilités et des délégations, planifier les ressources,...

Figure 7 : Le processus de gestion stratégique



Source : G.Pellicelli, «Stratégie d'entreprise », éd. De Boeck, Bruxelles, 2007, p 23.

De nombreuses recherches montrent toutefois que les décisions stratégiques ne sont pas toujours prises selon ce schéma. Mintzberg fait la distinction entre les stratégies choisies, les stratégies planifiées (*Intended Strategy*) et les stratégies réalisées. Une partie des stratégies planifiées ne sont pas réalisées, la partie réalisée est désignée par l'expression de la stratégie délibérée (*Deliberate Strategy*). Une grande partie des stratégies réalisées est issue de faits et d'actions qui ne faisaient pas partie des stratégies planifiées. Cette partie, prépondérante dans la réalité, selon Mintzberg, est désignée par l'expression de stratégie émergente (*Emergent Strategy*). Les stratégies effectivement réalisées sont la combinaison de stratégies émergente et des stratégies délibérées.

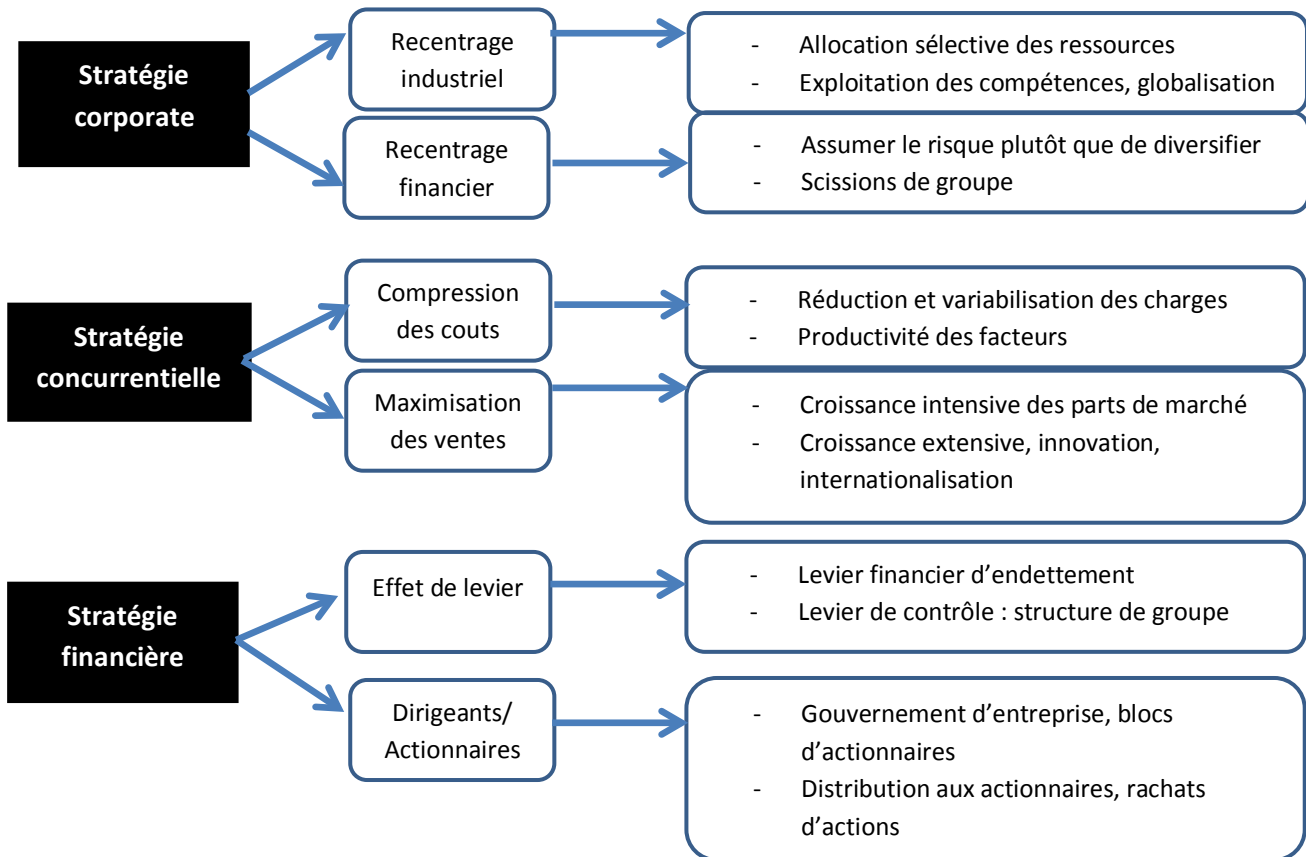
3.2. La stratégie de la valeur :

Dans un contexte de relégitimation des intérêts de l'actionnaire, les investisseurs font prévaloir la logique de gestion de portefeuille lors de l'élaboration des stratégies globales ou corporate ; ils attendent de chaque entreprise qu'elle maximise sa rentabilité et qu'elle réduise le risque économique simultanément en conquérant une position forte sur ses marchés, mais ils lui dénie la tâche de diversification des risques car celle-ci n'est jamais mieux assurée que par l'investisseur lui-même. Ceci a conduit les entreprises à se recentrer sur leur cœur de métier et à se redéployer sur des opportunités de croissance susceptible de dégager une rentabilité supérieure au cout du capital. Ce recentrage stratégique est accompagné aussi bien d'une croissance interne qu'externe et se traduit par des scissions, des cessions d'activité, d'immobilisations et de participation.

Au niveau de chaque DAS, l'analyse de l'impact des décisions stratégiques sur la création de valeur s'appuie traditionnellement sur l'étude de l'avantage concurrentiel des entreprises. Bojin et schoet (2005) écrivent que l'art de la stratégie consiste à rechercher dans chacun des domaines d'activité à l'intérieur desquels l'organisation se trouve présente la construction d'un avantage concurrentiel déterminant, c'est-à-dire décisif, durable et défendable qui vise à donner à l'organisation une position unique grâce à ses avantages compétitifs.

En se basant sur les travaux de Porter, Rappaport a redéfini une approche stratégique où les approches valeur pour l'actionnaire et avantage concurrentiel sont interdépendantes et complémentaires : la création de valeur dépend de l'avantage concurrentiel dans la mesure où la valeur d'une firme dépend de ce qu'elle est capable de créer pour ses clients. La démarche consistera à lier la création de valeur pour l'actionnaire au développement d'un avantage concurrentiel et à utiliser l'articulation des leviers de la création de valeur au sein d'une stratégie cohérente (**figure 8**).

Figure 08 : Approche financière des stratégies et leviers de valeur



Source : d'après L.Batsch, « Finance et stratégie », éd. Economica, Paris, 1999, P 15.

La cohérence des stratégies peut être mesurée et améliorée à l'aune de la création de valeur : qu'il s'agisse d'une stratégie de différenciation, de volume, ou d'autre, celle-ci devra être mise en œuvre de manière à optimiser la création de valeur en s'appuyant sur des leviers potentiels de valeur.

3.3. Avantage concurrentiel et création de valeur :

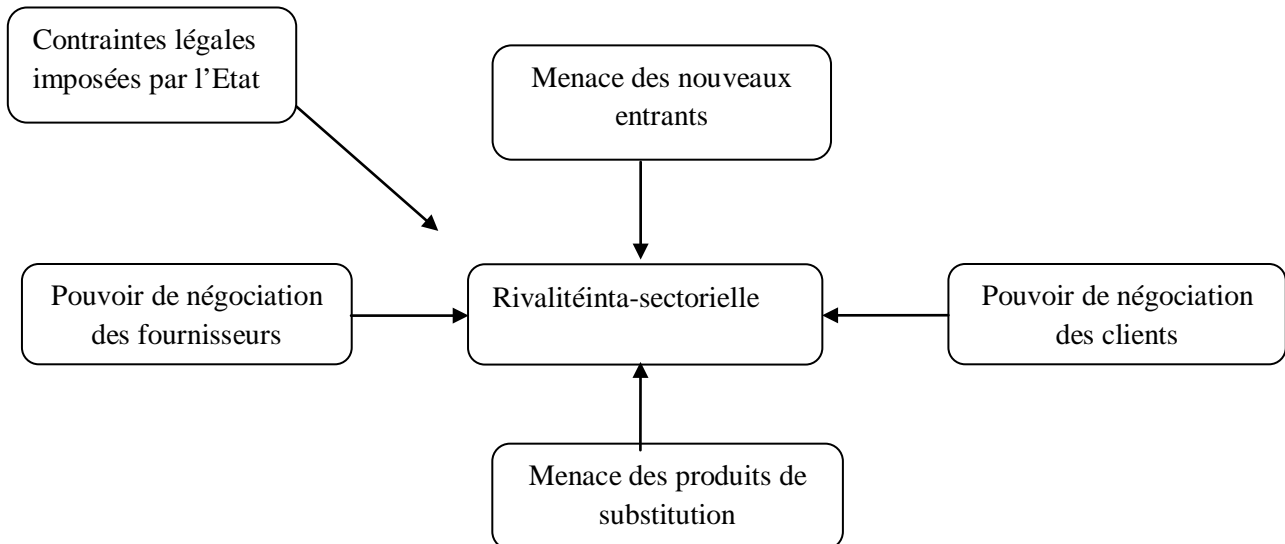
Avant de formuler sa stratégie, l'entreprise doit avoir une bonne connaissance de son portefeuille de ressources et de compétences ainsi qu'une profonde appréhension des possibilités de sa chaîne de valeur pour pouvoir envisager un certain nombre d'avantages concurrentiels potentiels. Il lui appartient alors de choisir l'avantage qui soit le mieux adapté en fonction des résultats de l'analyse de son environnement concurrentiel et de sa chaîne de valeur. A cet effet, M.Porter a développé deux outils d'analyse stratégiques largement appliqués pour le diagnostic interne et externe; la chaîne de valeur et le modèle des cinq forces concurrentielles.

3.3.1. Analyse des forces concurrentielles :

Le modèle d'analyse des forces concurrentielles (ou analyse structurale) vise à évaluer l'attractivité d'un secteur d'activité ou d'un segment stratégique. Cette attractivité est conditionnée par l'intensité concurrentielle qui y règne et qui influence la capacité d'une

entreprise du secteur à dégager du profit et une rentabilité de ses capitaux employés ainsi que la constitution d'un avantage concurrentiel (**figure 09**).

Figure 09: les 5 (+1) forces concurrentielles (Michael Porter)



Source : Brulhart, « les 7 points clés du diagnostic stratégique », éd Eyrolles, Paris, 2009.

L'objectif de l'analyse de l'attrait du secteur est d'évaluer le potentiel de création de valeur de chacun des secteurs dans lesquels une entreprise évolue. Chacune de ces forces renvoie à une volonté de s'approprier une partie de la rentabilité potentielle du secteur via une captation de la marge pour les acteurs positionnés sur l'axe horizontal, et via une captation du chiffre d'affaire pour ceux positionnés sur l'axe vertical.

- Menace des nouveaux entrants :

En pénétrant le secteur d'activité, ces nouveaux entrants contribuent à accentuer la concurrence et tentent de dégrader la position concurrentielle des entreprises en place. Cette menace dépend de la capacité des nouveaux entrants potentiels à surmonter les barrières à l'entrée du secteur définies comme des obstacles à franchir pour y pénétrer, celles-ci peuvent être financières, technologiques, commerciales ou réglementaires.

Une faible menace de nouveaux entrants a un effet favorable sur le potentiel de création de valeur dans la mesure où, notamment, les volatilités des prix, des quantités vendues, des niveaux d'investissement requis sont réduites, ce qui au total se traduit par une diminution du risque sectoriel.

- La menace constituée par les produits de substitution :

Les produits de substitution sont des produits qui satisfont les mêmes besoins ou assument les mêmes fonctions que les produits du secteur étudié (produit principal), mais en

mobilisant des compétences ou des technologies différentes. Cette menace dépend fondamentalement de l'influence conjointe du degré de substituabilité, c'est à dire la facilité avec laquelle le client peut passer de l'un à l'autre pour satisfaire le même besoin, et du différentiel de rapport avantage/coût¹¹⁷.

Lorsque le degré de substituabilité est fort et que le rapport avantage/coût est favorable au produit de substitution, celui-ci représente une menace forte pour le produit principal en ce qu'il risque de capter l'essentiel du chiffre d'affaire généré par le secteur du produit principal.

- **Le pouvoir de négociation des clients :**

Il renvoie à la capacité des clients à capter la valeur générée par le secteur en s'appropriant plus de marges aux dépens des entreprises du secteur. Le client est un maillon situé à l'aval du secteur qui fait l'objet d'étude (consommateur, distributeur...). Ce pouvoir dépend de plusieurs facteurs, notamment du degré de concentration relative des clients, de leur capacité à s'intégrer en amont, du décalage entre l'offre et la demande, de la facilité de changement de source d'approvisionnement par les clients et des coûts induits par ce changement.

- **Le pouvoir de négociation des fournisseurs :**

Les critères d'évaluation du pouvoir de négociation des clients sont ici également valides mais de manière symétrique. Ainsi, si les fournisseurs sont plus concentrés que les entreprises du secteur étudié, si leur capacité d'intégration amont est faible (ou la capacité d'intégration aval des fournisseurs est forte) ainsi que leur facilité de transfert, le pouvoir de négociation des fournisseurs s'en trouvera accru.

- **La rivalité intra- sectorielle :**

La concurrence directe que se livrent les entreprises d'un secteur tend à réduire leur rentabilité. Si les entreprises concurrentes sont nombreuses, de taille et de puissance équivalentes, la lutte concurrentielle en sera accentuée car chacune aura la volonté de surclasser les autres, surtout dans un secteur à maturité car les entreprises souhaitant se développer n'ont d'autres choix que de conquérir des parts de marché aux dépens de leurs concurrents. Cette rivalité est d'autant plus importante que les barrières à la sortie sont élevées et se manifeste souvent par l'agressivité des politiques commerciales qui se traduit par une baisse des prix et de la rentabilité des entreprises du secteur.

Aux cinq forces du modèle de Porter, il est courant d'ajouter une sixième force concurrentielle : les pouvoirs publics nationaux et supranationaux et les autorités de régulation (5+1).

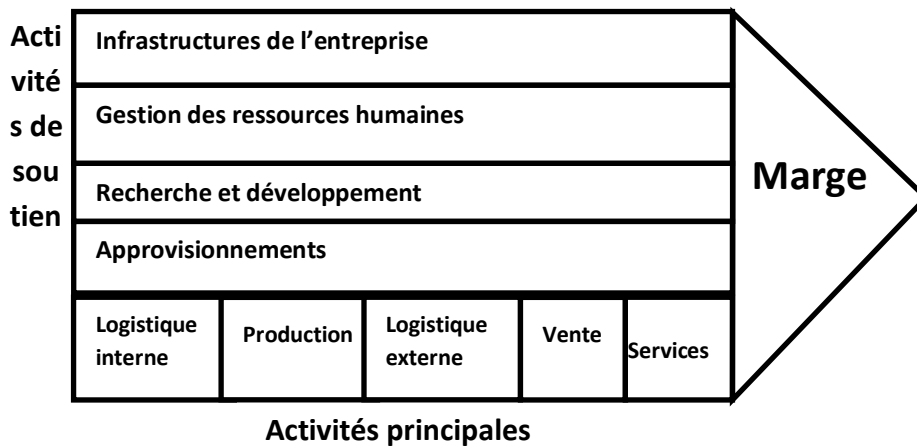
¹¹⁷ Le différentiel de rapport avantage/coût fait référence à la différence entre l'utilité apportée par le produit de substitution comparée à celle du produit principal, rapporté à leur coût respectif (financier, psychologique).

3.3.2. La chaîne de valeur :

L'analyse de la chaîne de valeur vise à identifier dans les fonctions de l'entreprise, les ressources ou les compétences à l'origine d'un avantage concurrentiel actuel ou potentiel. Elle a aussi pour but d'analyser et d'évaluer la configuration et l'organisation du processus de création de valeur au sein de l'entreprise et dans ses relations avec ses partenaires. Pour cela, l'entreprise est décomposée en deux types d'activités ou de fonctions : les activités principales et de soutien (**figure 10**).

Les activités principales (ou fonctions opérationnelles) sont directement créatrices de valeur et incluent généralement la fonction achat, logistique, production ou commercialisation. Les activités de soutien (ou fonctions supports) quant à elles sont au service des activités principales et facilitent le bon fonctionnement des étapes opérationnelles.

Figure 10: La Chaîne de valeur de Michael Porter



Source : Brulhart, « les 7 points clés du diagnostic stratégique », éd Eyrolles, Paris, 2009, P 74.

À la recherche de marge et de rentabilité, l'entreprise doit développer un avantage concurrentiel solide. Selon Michael Porter, la solidité de cet avantage concurrentiel (qu'il soit de coût ou de différenciation) dépend de la capacité de la firme à optimiser le fonctionnement de chaque étape de sa chaîne de valeur, mais aussi à harmoniser l'enchaînement et la coordination de chacune de ces étapes.

3.3.2.1. Diagnostic des activités et analyse des performances :

L'analyse de la chaîne de valeur débute par le diagnostic de la situation de chaque activité ou fonction de l'entreprise afin d'identifier les sources de performance ou de contreperformance. Pour avoir l'image la plus fidèle possible, il est souhaitable de réaliser soit une analyse comparée pour mettre en perspective les résultats de l'entreprise et ceux de ses principaux concurrents, soit une analyse longitudinale pour visualiser dans le temps l'évolution de la performance de l'entreprise sur plusieurs mois ou plusieurs années.

Les différences de performance révélées par l'analyse comparée ou longitudinale des indicateurs peuvent s'expliquer par le fait qu'au sein d'un secteur d'activité, une entreprise n'a pas accès aux mêmes compétences que ses concurrents.

3.3.2.2. Capacités organisationnelles et organisation de la chaîne de valeur :

Si les activités créatrices de valeur sont les pièces constitutives de l'avantage concurrentiel, elles ne sont pas pour autant indépendantes les unes des autres. Ces activités sont connectées entre elles au sein de la chaîne. La façon dont s'exerce une activité créatrice de valeur peut avoir un impact sur le coût ou la performance d'une autre. La chaîne de valeur n'est pas une juxtaposition d'activités, c'est un système d'activités interdépendantes, avec des liaisons qui peuvent être sources d'importants avantages compétitifs¹¹⁸. L'avantage concurrentiel provient souvent autant des liaisons entre les activités que des activités elles-mêmes. L'identification des liaisons est un processus qui consiste à rechercher les façons dont chaque activité créatrice de valeur influe sur d'autres activités ou est influencée par elles.

De plus, il n'existe pas seulement des liaisons au sein de la chaîne de valeur d'une entreprise, mais aussi entre cette dernière et la chaîne des fournisseurs et des circuits de distribution. Il peut être possible de faire bénéficier à la fois l'entreprise et les fournisseurs d'un avantage en optimisant l'exercice conjoint des activités ou en améliorant la coordination entre les chaînes. Les liaisons avec les circuits de distribution, comme dans le cas des livraisons avec les fournisseurs, peuvent réduire les coûts ou accroître la différenciation.

3.4. Avantage concurrentiel et stratégies génériques :

Les compétences et les ressources dont dispose la firme au sein de la chaîne de valeur, de même que les capacités organisationnelles qu'elle est capable de mettre en œuvre pour assurer la coordination interne et externe de ses compétences visent à proposer une offre valorisée par le client et/ou obtenue à moindre coût. C'est cette excellence en termes de maîtrise des coûts ou de création de valeur pour le client qui est à l'origine de l'avantage concurrentiel potentiel.

La gestion et la coordination de la chaîne de valeur traduisent de ce fait les orientations de la firme en termes de stratégie générique : stratégie de domination par les coûts ou stratégie de différenciation ;

3.4.1. La stratégie de domination par les coûts :

Elle consiste généralement à présenter au client une offre standard, proche de celle des concurrents mais proposée à un prix inférieur grâce à une meilleure maîtrise des coûts. La poursuite de cette stratégie générique conduit de ce fait l'entreprise à réduire ses coûts tout au long de sa chaîne de valeur et à chaque étape (conception, achat, commercialisation, etc.) afin de minimiser ses coûts complets. Pour cela, la firme peut par exemple mettre en œuvre une stratégie de volume pour générer des économies d'échelles, d'expérience ou bénéficier d'effets de taille. Elle peut s'appuyer également sur une organisation de sa chaîne de valeur

¹¹⁸T. Atamer, R. Calori, Diagnostic et décisions stratégiques, éd Dunod, Paris, 2003.

fondée sur l'externalisation de certaines fonctions à des spécialistes capables de les assurer à moindre coût. La firme peut enfin chercher à obtenir un avantage de coût par le biais d'une délocalisation de tout ou partie de ses activités dans des zones à bas salaire.

3.4.2. La stratégie de différenciation :

Elle consiste à présenter au client une offre améliorée créatrice d'un surplus de valeur pour le client qui la perçoit comme unique, ce qui justifie un prix supérieur. Dans ce cas, l'entreprise va travailler sur toutes les dimensions constitutives de l'offre afin d'augmenter la valeur perçue par le client. Pour cela, elle peut se focaliser sur les activités de R&D et de fabrication pour améliorer le produit (performance, fiabilité, qualité, etc.). Elle peut également s'appuyer sur la fonction marketing et commercialisation pour améliorer l'image du produit proposé (puissance de la marque, réputation, notoriété, authenticité, etc.). Elle peut enfin développer les services associés à l'offre dans les phases de commercialisation ou d'après-vente (accueil, conseil, livraison, installation, etc.).

3.4.3. La stratégie de valeur :

Certains auteurs introduisent la possibilité d'une troisième voie, hybride, combinant différenciation et maîtrise des coûts. Le principe de cette stratégie consiste à améliorer la valeur perçue par les clients en maintenant un investissement dans la différenciation, tout en réduisant les coûts grâce à une organisation optimale de la chaîne de valeur.

Cette orientation passe par la remise à plat du système d'offre pour permettre d'identifier très précisément, au sein des composantes constitutives de l'offre, les sources de valeur pour le client. L'entreprise doit isoler les compétences fondamentales permettant de générer une différenciation sur ces composantes créatrices de « valeur-client ». La stratégie hybride consiste alors à concentrer les investissements sur ces composantes fondamentales, et à réduire fortement les coûts des autres fonctions qui ne sont pas directement créatrices de valeur.

Quel que soit l'avantage concurrentiel recherché par l'entreprise, il est nécessaire de connaître ses capacités stratégiques en termes de ressources, de compétences, d'organisation et d'efficacité de la chaîne de valeur. Un avantage concurrentiel durable ne peut être construit que sur une ressource rare, une compétence fondamentale ou une organisation originale de la chaîne de valeur. A défaut de respecter cette règle, l'avantage concurrentiel construit par l'entreprise peut être facilement imité par la concurrence.

La chaîne de valeur permet ainsi de mettre en évidence le lien entre l'avantage concurrentiel et les cash-flows issus de l'exploitation au travers des leviers de création de valeur (chiffre d'affaires, marge opérationnelle, investissements en BFR,...). L'introduction du dernier levier de création de valeur, le coût du capital, conduit à l'estimation de la création de valeur véritablement générée par l'avantage concurrentiel. Cette création de valeur évalue la qualité de l'avantage concurrentiel et de la stratégie adoptée.

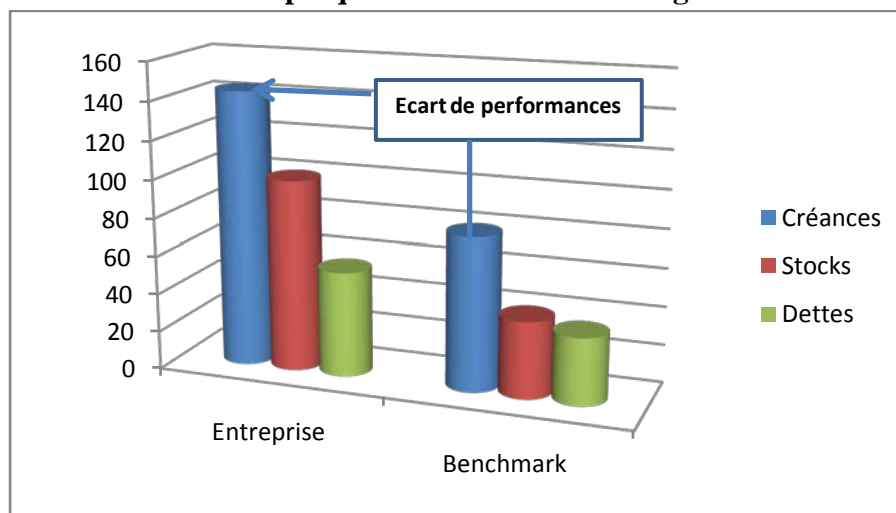
4. L'allocation des ressources :

Une fois que la stratégie a été mise en place, il faut allouer des ressources humaines et financières aux différentes unités afin de la mettre en œuvre. Un certain nombre de techniques sont disponibles pour analyser la problématique de l'allocation des ressources, notamment le *benchmarking* et la cartographie de la valeur (*Value Map*).

4.1. Le benchmarking ou l'étalonnage concurrentiel :

Le *benchmarking* est une comparaison des principaux indicateurs et ratios économiques et financiers de l'entreprise par rapport aux principaux concurrents. Cette méthode comprend trois phases principales : définir les indicateurs pertinents, repérer les entreprises les plus performantes, mesurer et analyser les écarts. Le benchmarking sert avant tout à analyser les performances externes dans le but de déterminer les écarts de performance. Elle constitue une sorte de tableau de bord externe qui permet de connaître les « bonnes pratiques » pour ensuite mettre en œuvre des solutions visant à s'en rapprocher.

Graphique 01 : Le benchmarking



Source: d'après A.Black, P.Wright Et J.Bachman, op. cit., P 101.

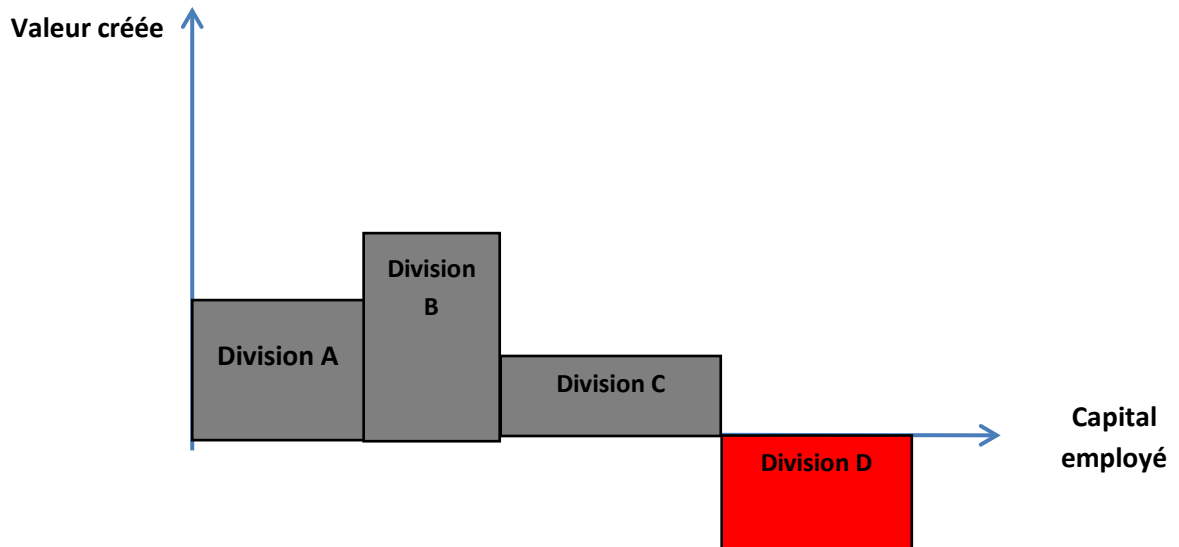
Ce type d'analyse dans l'espace suppose que les informations soient collectées auprès d'un échantillon représentatif et comparable. Or, une des difficultés de comparaison au niveau des entreprises diversifiées est que celles-ci ont rarement des portefeuilles d'activités identiques. Aussi, l'étalonnage concurrentiel sera réalisé au niveau de chaque DAS voire au niveau d'une activité spécifique.

4.2. La cartographie de la valeur (*Value Map*) :

Grâce à une représentation graphique explicite, cette méthode permet de distinguer rapidement les unités qui créent de la valeur de celles qui n'en créent pas, voire qui en détruisent. Dans cette étape, le travail de segmentation de l'entreprise en rivières de valeur trouve toute son utilité, car la construction de la cartographie de la valeur ne peut se faire sans

la détermination de la quote-part du capital utilisé ainsi que du résultat d'exploitation généré par chaque unité.

Graphique 02 : La cartographie de la valeur (Value Map)



Source: A.Black, P.Wright et J.Bachman, "Gestion de la valeur actionnariale", Ed. Dunod, Paris, 1999, p.103.

Sur le graphique, plus le rectangle s'allonge à la verticale plus la composante de l'organisation en question crée de la valeur. Quand on est en présence d'un carré, il s'agit d'une situation de point mort : la valeur créée est nulle. Cependant lorsque le rectangle s'allonge à l'horizontale, il y'a destruction de valeur. Ainsi, les rivières A, B et C, créent de la valeur tandis que D en détruit. On constate aussi que B crée plus de valeur relativement aux deux autres car elle rentabilise mieux les capitaux engagés.

5. La mise en place d'un système de rémunération incitatif :

Le système de rémunération a pour objectif d'établir une rémunération juste et intéressante pour garder les bons gestionnaires dans la société, tout en les motivant à prendre des décisions favorisant la création de valeur actionnariale. Ce système repose sur des modèles implicites de comportement des individus, offerts par les théories psychologiques de la motivation. Selon ces dernières, les individus ne sont disposés à fournir un effort que si la performance résultant de cet effort permet d'obtenir des récompenses intrinsèques (satisfaction d'avoir atteint un objectif, par exemple) ou extrinsèques (bonus ou augmentation par exemple).

Dans cet esprit, une gestion des performances individuelles incite les entreprises à concevoir leur système de motivation et de récompense généralement autour de trois types d'incitations¹¹⁹ :

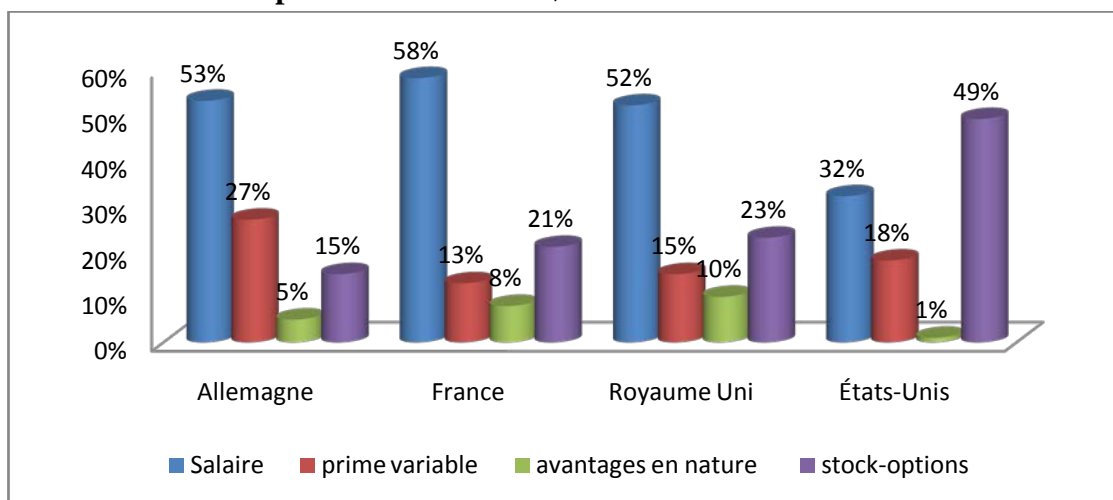
¹¹⁹T.Copland, T.Koller, J.Murrin, *Op.Cit*, 124.

- Des incitations financières ;
- Des opportunités offertes pour des collaborateurs brillants en matière de carrière accélérée, de responsabilités et d'avantages étendus ;
- Des valeurs et des convictions, grâce auxquelles le personnel est satisfait d'appartenir à un groupe et de se conformer à un modèle.

Les incitations financières sont conçues de façon à lier la rémunération des individus à l'augmentation de la richesse des actionnaires. Outre la partie fixe que constitue le salaire de base, le contrat de travail prévoit également une partie variable représentée par des bonus indexés sur des indicateurs de performance de l'entreprise ou d'une de ses divisions, des Avantages en nature, des stock-options et des primes exceptionnelles.

La rémunération des cadres dirigeants est caractérisée par une prédominance de la part des stock-options dans la rémunération variable des dirigeants. Aux états unis, cette part représente 49% de la rémunération totale des dirigeants et dépasse même le salaire de base (**Graphique 03**).

Graphique 03: Rémunération des dirigeants d'entreprises industrielles faisant plus de 500Millions \$ de CAen 2001



Source : P. Vernimmen, « Finance d'entreprise », Ed. Dalloz, Paris, 2002, p 629.

6. La communication financière et le marketing du titre:

Une entreprise qui a aménagé le terrain et défini les axes qui soutiennent un management par la valeur arrive sans doute à en créer et à en assurer la préservation. Cependant, ayant comme but la maximisation du cours boursier, les dirigeants doivent développer une autre stratégie en parallèle sur le marché des capitaux où la concurrence sur la collecte de fonds entre firmes impose la satisfaction du client; l'actionnaire. Ceci conduit les entreprises à communiquer sur cette valeur et à développer un marketing du titre afin qu'elle puisse se démarquer du lot et attirer l'attention sur son action.

En effet, dans un marché où l'information n'est pas également répartie, la capacité à fournir au marché une bonne visibilité via une information précise et crédible est un élément essentiel pour la valorisation du titre. C'est pourquoi les grandes sociétés se sont dotées de services de communication financière et des agences spécialisées dans le domaine se sont développées.

La communication financière est pour une part imposée par la réglementation (publication de comptes en particulier) et pour une autre réalisée sur une base volontaire dans ce dernier cas, elle passe par des communiqués de presse, des notices explicatives des différents calculs, des road shows¹²⁰, des enquêtes de marché, des contacts one to one,...

Une communication accentuée sur la création de valeur milite pour une utilisation accrue des outils modernes tels que l'EVA, en plus des indicateurs de la comptabilité traditionnelle, avec une notice explicative de tous les calculs de ces indicateurs ainsi que les retraitements économiques y afférents.

L'inefficacité de la communication financière cause une divergence entre la valeur marchande de l'entreprise et sa valeur intrinsèque, un écart à l'origine des offres publiques d'achat. Le but de la communication est de donner des informations claires et crédibles aux investisseurs concernant la stratégie et les objectifs de l'entreprise. Dans ce cas le programme de communication va guider les anticipations des investisseurs pour se confronter aux perspectives de l'entreprise, et conduit à une juste évaluation de l'action.

Après avoir évoqué les principaux concepts de la mise en œuvre du VBM, il convient d'analyser les modalités d'activation des principaux leviers de création de valeur utilisés dans ce cadre, à savoir le choix des décisions de croissance rentable et d'optimisation financière.

Section 2 : Les implications de la création de valeur actionnariale sur la stratégie d'entreprise

1. De la diversification au recentrage :

Le phénomène de mondialisation à partir des années 70 a exacerbé la concurrence qui devient désormais mondiale. Les exigences de réussite dans un DAS donné sont plus difficiles à satisfaire et les entreprises doivent développer des ressources et compétences fondamentales dans le DAS en question afin de parvenir à créer un avantage concurrentiel solide, durable et non imitable. Une stratégie de diversification ne peut permettre d'atteindre cet objectif du fait de la dispersion des ressources qu'elle engendre et des compétences managériales requises qui ne sont pas toujours disponibles.

¹²⁰ Le road show est la période de la campagne marketing durant laquelle les dirigeants d'une société sont mobilisés pour de nombreuses réunions intensives avec des investisseurs sur la plupart des places financières du monde. Ils communiquent principalement sur leurs résultats, leurs marchés, leur stratégie et répondent aux questions des investisseurs. Source : Vernimmen.

Ces raisons ont poussé les entreprises à se spécialiser sur leur "cœur de compétences", (*CoreCompetencies*) et à se recentrer sur leur métier de base (*Core Business*) afin d'y concentrer leurs efforts et leurs ressources pour construire une position dominante.

1.1.Définition de la diversification :

La diversification non liée consiste, pour une entreprise, à avoir des activités sans rapport directe les unes avec les autres. Elle permet de saisir des opportunités de développement particulièrement séduisantes dans des secteurs éloignés du métier d'origine. Ainsi, Ansoff parle de « diversification totale » pour désigner la stratégie d'une entreprise agissant sur des DAS qui n'ont en commun ni le produit ni le marché. Mais à ce niveau, il peut tout de même exister des interactions entre les différentes activités si elles s'appuient sur les mêmes ressources ou compétences. C'est pourquoi on ne parle de diversification non liée que pour les logiques conglomerales. Au sens strict, un conglomérat est constitué de DAS n'offrant aucune source de synergie entre eux.

Les diversifications stratégiques ont été longtemps justifiées par l'intérêt de répartition des risques de l'entreprise et de lissage des résultats consolidés :

- Equilibre financier global :

La diversification a pour ambition de parvenir à un lissage des résultats consolidés. Dans une logique de portefeuille d'activité, la diversification permet d'équilibrer les cash-flows entre activités : l'excédent de cash-flow généré par des activités mûres, au sein desquelles l'entreprise occupe une position dominante, permet de financer les investissements dans des activités en fort développement. Ainsi, une entreprise opérant dans une activité à fort besoin d'investissement cherchera à acquérir une entreprise possédant des activités matures génératrices de cash-flows. Les regroupements conglomeraux ont été analysés comme un moyen de créer ou d'internaliser un « mini marché financier » au sein de l'entreprise. Ceci a pour conséquence d'éviter le recours à l'endettement, de diminuer la probabilité de non remboursement des prêts et de minimiser le risque de crédit en réduisant la volatilité du cash-flow.

- Répartition des risques :

La combinaison de plusieurs branches non corrélées permet de réduire les risques en compensant les aléas d'une branche par les réussites d'une autre. Il s'agit de contrebalancer les mouvements conjoncturels d'une activité par des activités ayant un cycle contraire à l'exemple du groupe FIAT qui a orienté son développement autour de deux axes : l'automobile et l'agroalimentaire, deux activités dont les mouvements cycliques particuliers étaient de sens contraire.

De manière symétrique, la diversification non liée présente des inconvénients. Se diriger sur des DAS radicalement nouveaux pour l'entreprise nécessite des investissements importants, puisque les ressources actuelles (hormis les ressources financières) ne sont pas redéployées, et des compétences que l'équipe dirigeante n'a pas encore prouvées. Il y a donc un risque concernant la possibilité réelle de l'entreprise à mener cette nouvelle activité. En outre, le manque d'unité entre les DAS peut engendrer un manque de repères chez les salariés,

qui ont besoin de s'identifier à une culture dominante dans l'entreprise. L'image de l'entreprise est peu claire : quel est son vrai métier ?, où se situe concrètement son savoir-faire ?

1.2. Le retournement des années soixante-dix :

A partir des années 1970, un retournement s'est amorcé à l'égard des stratégies de diversification sous la pression des marchés financiers et de la globalisation qui a exacerbé la concurrence désormais devenue mondiale.

1.2.1. La pression des marchés financiers :

La diversification non liée déplaît aux marchés financiers, et plus particulièrement aux investisseurs institutionnels qui exercent une pression très forte sur les firmes pour qu'elles adoptent des stratégies de recentrage. Ces derniers considèrent que la gestion du risque est leur métier, et que les firmes n'ont pas à diversifier leurs activités pour réduire leurs risques, mais au contraire à assumer le risque.

Ainsi, la logique financière de la diversification ne trouve plus de justification auprès des actionnaires qui ont la possibilité de réduire par eux-mêmes le risque lié à l'entreprise en diversifiant leur portefeuille d'actions et en achetant directement sur les marchés financiers les actions des entreprises visées et ce au prix du marché, c'est-à-dire en économisant la prime de contrôle que l'entreprise acquéreuse est souvent obligée de payer pour prendre le contrôle de l'entreprise convoitée. Or, ces primes ne sont pas négligeables puisqu'elles peuvent facilement atteindre 30% du cours de bourse.

Au fond, la diversification conglomérale ne se justifie que si le marché financier est trop étroit et insuffisamment efficient, ce qui empêche les entreprises de se financer directement et les actionnaires de diversifier leurs portefeuilles. C'est le cas de l'Inde et de la Corée qui ont été historiquement propices au développement des conglomérats¹²¹.

Par ailleurs, les actionnaires, mieux informés, prennent davantage en compte l'existence d'un risque de diversification, résultant des divergences d'intérêts entre eux et les managers. Le dirigeant est favorable à la diversification qui lui permet de se protéger contre une conjoncture défavorable, des résultats médiocres ou une mauvaise gestion. Les actionnaires peuvent redouter qu'une trop grande diversification n'altère les performances du gestionnaire, notamment la capacité de suivi de la stratégie poursuivie, et n'entraîne une diminution de la performance globale de l'entreprise.

1.2.2. La globalisation des marchés :

La globalisation des marchés à partir des années 1970 a entraîné un mouvement de concentration qui touche un nombre croissant de secteurs de l'activité économique. En effet, l'étendue des marchés géographiques, la rapidité du progrès technologique et la multiplicité des formes de la concurrence internationale ont élevé le niveau des investissements requis pour occuper une position dominante sur un marché désormais mondial. De surcroît, la raréfaction des ressources financières a contraint les groupes diversifiés à une sélectivité

¹²¹ « Stratégor : toute la stratégie d'entreprise », éd. Dunod, Paris, 2009. P 500.

accrue dans leur allocation et une redéfinition des priorités autour de leurs meilleurs axes de développement.

C'est ainsi que de nombreux groupes diversifiés se sont trouvés dans l'obligation de resserrer leur portefeuille d'activités autour de leurs métiers de base (*Core Business*) ou leur "cœur de compétences", (*Core Competencies*) par des opérations de recentrage stratégique et d'externalisation. La recherche de la taille critique et du pouvoir de marché constituent également un des facteurs puissants à l'origine de la prolifération des alliances et partenariats stratégiques.

2. La focalisation sur le métier de base :

La focalisation de l'entreprise sur son métier de base exprime un double mouvement engagé à partir des années 1980 sous la contrainte de la globalisation et qui se poursuit aujourd'hui dans le cadre de la stratégie de la valeur : le recentrage stratégique et l'externalisation.

2.1. Le recentrage stratégique :

Le recentrage sur le métier de base ou encore le cœur de métier se traduit par le renforcement des compétences distinctives ou des domaines d'expertise les mieux maîtrisés¹²². Hamel et Prahalad¹²³ définissent les compétences distinctives comme « *un ensemble de talents ou de technologies qui permettent à une entreprise d'apporter un avantage particulier aux clients* ».

En se recentrant sur son cœur de métier, une entreprise réduit la diversité de ses activités et concentre ses ressources disponibles sur les activités les plus rentables. Le recentrage se traduit par le désengagement d'activités non prioritaires ou estimées peu performantes ou encore jugées trop risquées.

Une entreprise n'abandonne pas forcément une activité parce qu'elle y a échoué mais plutôt parce qu'elle doit concentrer ses ressources et les allouer vers les branches où elle escompte de meilleures performances ce qui évitera la dilution de la valeur créée dans des activités connexes. L'abandon d'activités peu rentables génère une perte à court terme, mais épure le bilan de la société et permet le regain de la création de richesse à long terme.

Les exigences de recentrage se traduisent par :

- La concentration sur les DAS qui dégagent le maximum de rentabilité et cession des DAS à rentabilité médiocre ;
- L'élagage des actifs insuffisamment rentables à court terme pour extraire de la trésorerie ;
- La focalisation de l'ensemble des ressources nécessaires sur des segments clés ou des produits phares fortement générateurs de trésorerie et de croissance afin d'obtenir une croissance forte, génératrice de cash-flows ;
- La construction de fortes barrières à l'entrée ;

¹²²C. Hoarau et R. Teller, *Op. Cit.*, P 67

¹²³ Cité par L. Batsch, *Op. Cit.*, P 57.

- La diversification géographique des activités pour diversifier le risque et réaliser des économies d'échelle ;
- La délocalisation offshore dans des pays qui lui ouvrent l'accès à des matières premières et à des salaires à moindre coût ;
- L'investissement massif en recherche et développement afin d'éviter l'obsolescence de la gamme de produits et de relancer la croissance du secteur avec des innovations majeures ;
- L'investissement en actifs intangibles (brevets, marques, réseau commercial, relations de coopération) afin de s'approprier une plus grande part de marché nécessaire pour extraire la survalue satisfaisant l'objectif de création de valeur actionnariale (profit extra ou rente),
- l'externalisation des activités qui ne sont pas créatrices de valeur afin de se concentrer sur les activités stratégiques. Par exemple, sous-traiter la production et se concentrer sur la recherche et développement notamment par le recours aux OEM dans l'industrie automobile ou informatique ;
- le recours aux alliances inter-firmes et aux coentreprises (joint-venture), qui permettent d'être suffisamment réactifs et de partager l'engagement financier et les risques en communalisant certaines compétences afin d'augmenter la réactivité.

La théorie de l'agence affirme que le recentrage accroît la valeur de la firme. En effet, plusieurs études ont montré que le désinvestissement des lignes stratégiques périphériques augmente la valeur de la firme du fait que les désinvestissements peuvent conduire à une augmentation des *free cash flows* à discrétion des dirigeants. Si le dirigeant annonce que ces *free cash flows* seront utilisés pour un remboursement des dettes, un rachat d'actions ou une distribution de dividendes, la réaction positive sur les cours boursiers de l'entreprise sera très importante.

2.1.1. La scission d'entreprise :

La scission est l'opération de réorganisation d'une entreprise qui consiste à la fractionner. Les différentes parts issues de la scission ne vont pas nécessairement constituer des sociétés nouvelles indépendantes, mais peuvent également être agrégées à une société préexistante. On est alors dans le cadre d'une fusion scission. En France en 2001 Eridania Beghin Say disparaissait pour laisser place à quatre sociétés distinctes : Beghin-Say (sucre), Cerestar (amidon), Cereol (huile) et Provimi(alimentation animale).

La scission est souvent la réponse à une mauvaise évaluation d'un groupe pénalisé par des activités trop diverses. En effet, Les groupes diversifiés ou conglomérats sont parfois moins bien valorisés que ne le serait la somme des diverses branches qui les composent si elles étaient indépendantes, et subissent une décote de 25 à 30 %. La scission libère ainsi le potentiel de valorisation des branches les plus dynamiques du groupe.

2.1.2. L'externalisation :

L'externalisation, ou l'impartition selon le terme introduit par P.Y.Barreyre (1968), consiste à déterminer les fonctions apportant le moins de valeur ajoutée pour les confier à un prestataire externe. Cela permet à l'entreprise de concentrer ses efforts sur les fonctions pour lesquels son savoir-faire collectif et ses capacités distinctives sont les plus fortes, et de ne

plus avoir à assumer le coût des autres fonctions. Les nouvelles technologies d'information et de communication ont été particulièrement favorables au développement de l'externalisation.

Lorsque l'impartition se révèle être appropriée, de nombreux avantages peuvent apparaître:

- Réduction des effectifs (diminution des coûts fixes : salaire, charges sociales) ;
- Réduction des coûts (pas d'investissements, ni coûts de stockage des matières premières) ;
- Flexibilité stratégique : possibilité de se désengager facilement de certains DAS ;
- Accès à une main d'œuvre spécialisée ;
- Délai d'exécution plus rapide ;
- Possibilité de négocier des tarifs plus bas avec les sous-traitants ;
- Réduction de la complexité de la gestion de l'organisation.

L'externalisation recouvre diverses modalités (sous-traitance, cotraitance, fourniture d'actifs ou de biens spécifiques,...) et aboutit dans son extension la plus complète à une nouvelle forme d'organisation hybride entre le marché et l'entreprise intégrée dénommée « entreprise réseau » ou « entreprise transactionnelle »¹²⁴. L'externalisation touche désormais l'ensemble des fonctions traditionnelles de l'entreprise telles que la gestion des systèmes informatiques, la comptabilité ou la gestion des ressources humaines.

Si elle présente de nombreux avantages pour l'entreprise, notamment l'amélioration de la rentabilité à travers la réduction des coûts, l'externalisation comporte des inconvénients non négligeables tels que la dépendance envers le maître d'œuvre et le sous-traitant, la perte de confidentialité, perte de savoir-faire, perte de contrôle sur une technologie, etc.

La décision d'externalisation doit être mûrement réfléchie et sérieusement préparée. En effet, l'entreprise ne doit pas perdre la maîtrise d'activités certes coûteuses, mais stratégiques.

3. La croissance rentable comme levier de base du management par la valeur financière :

La focalisation sur les métiers de base ne doit cependant pas être interprétée comme un repli de l'entreprise sur elle-même. Au contraire, les opérations de recentrage ont souvent été le prélude à une croissance externe des activités conservées ou des compétences distinctives sur lesquelles les ressources sont en priorité affectées.

3.1. Présentation des fusions-acquisitions :

Les fusions-acquisitions sont probablement les mouvements stratégiques les plus médiatisés et sont perçues comme l'emblème même de la finance et de la stratégie. En 2007, les M&A dans le monde ont atteint 4500 milliards de dollars. Cette année a été marquée par la fréquence des opérations transnationales (*Cross Border*), presque 50% des opérations¹²⁵. L'opération la plus médiatisée de l'année est la fusion d'Euronext avec le *New York Stock Exchange (NYSE)* qui a conduit à la création du groupe *Euronext-NYSE* qui opère à la fois

¹²⁴C.Hoarau et R.Teller, *Op.Cit*, P 71.

¹²⁵J.Berk, P.DeMarzo, *Op.Cit*, P 899.

sur les bourses de New York, de Paris, d'Amsterdam, de Lisbonne et de Bruxelles. A ce titre il est aujourd'hui le principal opérateur boursier au monde¹²⁶.

La crise des Subprimes de 2008 a ensuite limité les capacités d'endettement des entreprises, ce qui a créé un obstacle aux opérations financées par la dette, notamment les LBO (Leveraged Buy Out). Toutefois, cette crise a également créé des opportunités d'acquisition en dévaluant brutalement le capital de certaines firmes notamment les banques et les compagnies d'assurance, tout en asséchant leurs liquidités, ce qui en a fait des cibles très bon marché. Ainsi, BNP-Paribas est venue à la rescousse de Fortis et a fini par en prendre le contrôle.

3.1.1. Définition d'une fusion-acquisition:

Les opérations de fusion-acquisition (on parle parfois de « fusac », ou de M&A pour *Mergers and Acquisitions*) participent dans ce que l'on appelle le « marché du contrôle des entreprises » : lors d'une opération, la propriété et le contrôle d'une entreprise peuvent changer de main. Qu'il s'agisse d'une fusion ou d'une acquisition, une entreprise ou un groupe d'investisseurs achète, ou échange les actions de l'entreprise cible. Cet achat est payé en numéraire (en espèces) ou en actifs physiques ou financiers.

Les fusions-acquisitions engagent au minimum deux entreprises, qui mettent en commun leurs ressources pour ne former plus qu'une seule entreprise à la suite de l'opération¹²⁷. Cette caractéristique distingue les fusions-acquisitions des alliances stratégiques. Dans les alliances, les partenaires préservent leur autonomie, alors que dans les fusions, ils se fondent dans la même entité. La nouvelle entreprise ainsi constituée peut adopter la raison sociale de l'une des entreprises d'origine, ou décider d'utiliser une nouvelle raison sociale¹²⁸.

Une acquisition correspond au rachat d'une organisation par une autre organisation, alors qu'une fusion est la décision mutuellement consentie par des organisations de partager leurs possessions¹²⁹. Pourtant, Il n'est pas toujours aisé de déterminer si une opération de rapprochement capitalistique entre deux entreprises constitue une fusion ou une acquisition : certaines sont initialement annoncées comme des fusions alors que l'une des organisations finit par être absorbée par l'autre, et certaines acquisitions ne se traduisent pas du tout par une fusion. Faute de pouvoir faire la distinction entre les deux approches, on parle souvent de « fusions/acquisitions » ou de « M&A ».

3.1.2. Les étapes de réalisation d'une fusion-acquisition :

Les fusions et acquisitions prennent du temps. Il convient d'abord d'identifier la cible idéale, puis de négocier le bon prix et enfin d'intégrer les deux entreprises afin de tirer le meilleur bénéfice de l'opération. En d'autres termes, une fusion ou une acquisition est un

¹²⁶ Idem.

¹²⁷ « Stratégor : toute la stratégie d'entreprise », *Op.Cit.* P 488.

¹²⁸ Ainsi, *Procter & Gamble* a conservé son nom suite au rachat de *Gillette*, alors que d'autres opérations aboutissent à la création d'une nouvelle identité, qu'il s'agissent d'une association des deux précédentes (BNP-Paribas par exemple) ou d'une création pure à l'image de ce qu'ont réalisé les deux géants suisses de l'industrie pharmaceutique *Sandoz* et *Ciba-Geigy* en se rebaptisant « *Novartis* ».

¹²⁹ G. Johnson, R. Whittington, K.Scholes, F. Fréry : « Stratégique », 9^eéd. Ed Pearson Education, France, 2011. P 403.

processus dont chaque étape implique des tâches différentes. Le processus d'acquisition comprend 7 étapes¹³⁰. (figure 13).

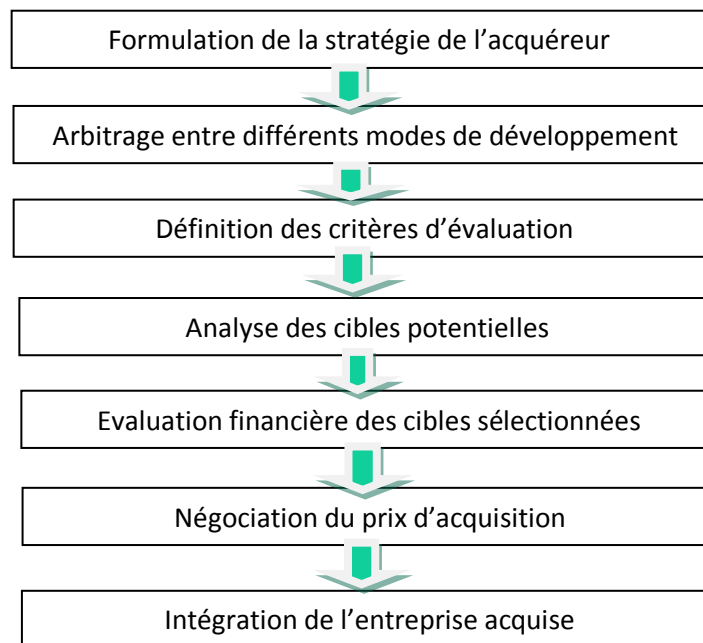
- **Formulation de la stratégie de l'acquéreur :**

Cette étape consiste à faire une analyse stratégique classique après avoir analysé la position concurrentielle de l'entreprise sur ses différentes activités.

- **Arbitrage entre différents modes de développement :**

L'entreprise doit choisir entre la croissance interne, externe ou conjointe pour développer sa stratégie et atteindre ses objectifs. Les fusions acquisitions relèvent de la croissance externe.

Figure 11 : Les sept phases du processus d'acquisition



Source : « Stratégor : toute la stratégie d'entreprise » 5ème édition, édition Dunod, Paris, 2009. P 500.

- **Définition des critères d'évaluation :**

Elles permettent d'opérer une première sélection des cibles intéressantes pour l'entreprise (pratique du screening). Cette recherche est réalisée grâce aux bases de données et par l'intermédiaire de contacts spécialisés tels que les banques d'affaires ou des réseaux d'avocats. Selon le type d'acquisitions réalisées, et les objectifs recherchés, les critères pris en compte varient. De façon générale, les critères suivants sont pris en considération : taille relative, zone géographique, type de clientèle, technologie utilisée, part de marché, risque financier...

¹³⁰ « stratégor : toute la stratégie d'entreprise », Op.Cit. P 507.

- **Analyse des cibles potentielles :**

L'évaluation de l'attractivité de la cible comporte une analyse financière et une analyse stratégique, souvent complétée par un bilan social, fiscal, juridique ou informatique pour identifier les risques. Cette démarche est qualifiée en anglais de *Due Diligence ou audit d'acquisition*.

- **Analyse financière des cibles :**

Ce travail est généralement pris en charge par les banques d'affaires, chargées d'organiser l'opération entre l'acquéreur et la cible. L'analyse financière permet de vérifier si l'entreprise est saine sur le plan financier, et éventuellement si elle offre des possibilités de synergie financière ou de réaliser des plus-values financières pour l'acquéreur (capacité d'endettement inutilisée, accès à des liquidités importantes, ...).

- **Analyse stratégique de la cible :**

Il s'agit d'approfondir l'étude déjà entamée lors de la première sélection des cibles potentielles. Plusieurs éléments sont à considérer :

- La position concurrentielle de l'entreprise sur ses différents marchés (part de marché, risque de nouveaux concurrents, durabilité de l'avantage compétitif...);
- Le potentiel de développement de l'entreprise par ses propres ressources (qualité du management, ressources technologiques, industrielles, commerciales et financières);
- Potentiel de synergie entre l'acquéreur et la cible et les rationalisations envisageables.

Pour chaque cible, il est crucial de s'assurer qu'il est réellement possible d'en prendre le contrôle. Le secteur auquel appartient la cible peut être protégé par l'Etat, par exemple s'il appartient à une industrie stratégique. La réglementation relative aux concentrations d'entreprises et aux investissements transnationaux constitue également un frein à la prise de contrôle. Par ailleurs, la structure de l'actionariat peut être un obstacle à la prise de contrôle. Le type d'actionnaires (individu, famille, institutionnels, public) et le degré de concentration du capital (part des principaux actionnaires, part des actions cotées, répartition des droits de vote).

- **Valoriser les cibles sélectionnées :**

Après avoir réalisé l'analyse financière et stratégique de chaque cible, il faut procéder à leur évaluation financière. Deux valeurs sont à prendre en considération : la valeur intrinsèque de la cible d'une part, et la valeur relative de l'acquisition d'autre part.

La valeur intrinsèque de la cible correspond à la valeur financière de la cible indépendamment des effets bénéfiques de la fusion, c'est-à-dire sans prendre en compte les synergies éventuelles avec l'acquéreur ni la mise en œuvre d'une politique de redressement ou de revente d'actifs avec plus-values financières ;

La valeur relative intègre en sus de la valeur intrinsèque, le potentiel de création de valeur. Il existe plusieurs valeurs relatives pour une même cible qui dépendent de la capacité de l'acquéreur à agir sur les revenus et les coûts de fonctionnement de la cible. Cette valeur varie par conséquent en fonction des ressources financières, technologiques, et commerciales de l'acquéreur.

- **Négocier le prix d'acquisition :**

Le prix réellement payé doit se situer entre la valeur intrinsèque de l'entreprise et sa valeur relative. Mais le prix d'acquisition se détermine en fonction de l'offre et de la demande, car le marché des firmes est un marché concurrentiel où plusieurs équipes dirigeantes ou plusieurs fonds d'investissement peuvent être amenés à se disputer le droit de prendre le contrôle d'une entreprise. Dans les secteurs où cette concurrence est forte, l'acquéreur est souvent obligé de surenchérir. Il faut alors qu'il se fixe un montant maximal s'il souhaite rentabiliser son investissement dans un délai raisonnable.

- **Intégrer l'entreprise acquise :**

L'intégration de la société acquise au sein des structures de l'acquéreur dépend de l'objectif poursuivi par l'acquisition. L'acquéreur peut par exemple intégrer l'entreprise acquise ou au contraire, préserver son autonomie organisationnelle lorsque la création de valeur dépend de la préservation du contexte d'origine. Ainsi, l'acquisition d'une équipe de recherche en biotechnologie par un laboratoire pharmaceutique peut s'avérer un échec si les chercheurs concernés quittent l'entreprise suite au rachat.

3.2.La création de valeur dans les fusions-acquisitions :

Lorsqu'elles sont initiées par des dirigeants agissant dans l'intérêt des actionnaires, les fusions acquisitions peuvent être associées à une création de valeur. L'augmentation de la rentabilité lors de ces opérations provient soit des synergies opérationnelles concrétisées par des économies d'échelle et/ou d'envergure, soit par l'augmentation du pouvoir de négociation et de marché, on parle dans ce cas de F/A stratégiques ou industrielles. L'entreprise peut également procéder à une acquisition pour extraire de la valeur à travers la revalorisation de la cible ou la réalisation d'économies fiscales par l'imputation des déficits fiscaux de l'entreprise cible, on parle alors d'acquisitions purement financières.

3.2.1. Création de valeur : les acquisitions stratégiques ou industrielles

Les fusions acquisitions permettent de créer de la valeur lorsque le rapprochement entre les deux entreprises impliquées produit, grâce aux synergies entre ces dernières, une richesse nouvelle qui n'aurait pas pu être créée sans fusionner.

3.2.1.1. Les acquisitions d'assainissement :

Ce sont des opérations horizontales réalisées entre entreprises qui activent dans des secteurs d'activité à maturité, caractérisés par une situation globale de surcapacité tels que l'automobile ou la sidérurgie, et visent leur survie grâce à une rationalisation des capacités et des moyens suite à l'acquisition. L'opération de rapprochement ainsi réalisée, permettra de réduire la capacité de l'ensemble, d'accroître la part de marché et le pouvoir de négociation

de l'acquéreur dans un secteur à taux de croissance nul ou négatif. Ainsi, l'effet de taille induit par le rapprochement permet aux dirigeants d'obtenir de meilleures conditions auprès de partenaires commerciaux, en amont auprès des fournisseurs et en aval auprès des clients et distributeurs¹³¹.

Ces acquisitions permettent aussi d'accroître l'efficacité opérationnelle notamment par l'intermédiaire d'économies d'échelle et de gamme. Les économies d'échelle désignent une baisse du coût unitaire suite à l'accroissement du volume et ceci lorsque les deux entreprises fabriquent les mêmes produits (acquisitions horizontales) alors que les économies « de gamme » (Economies de champ ou « d'envergure » ou « Economies of scope ») désignent l'ensemble des gains générés par le partage d'actifs entre des activités différentes¹³². Le rachat de Chrysler par Daimler était motivé par de tels objectifs. L'échec observé par la suite indique l'incapacité des dirigeants à mettre en œuvre leurs intentions.

3.2.1.2. Les acquisitions de consolidation géographique :

Comme les précédentes, ce sont des opérations horizontales opérant au même niveau de la chaîne de valeur. Ces acquisitions regroupent des acteurs qui ne sont pas directement concurrents puisqu'ils interviennent sur des marchés géographiquement distincts. Ceci permet de réduire les coûts et d'améliorer l'offre pour les clients. Dans le cadre de la globalisation, le rachat d'un concurrent à l'étranger permet d'acquérir une position plus forte à l'international¹³³. Par ailleurs, le rachat d'entreprises étrangères est souvent un moyen efficace de pénétrer les réseaux de distribution nationaux.

3.2.1.3. Les acquisitions comme substitut à la R&D interne :

Ces acquisitions permettent d'acquérir certaines ressources ou compétences qu'il serait trop coûteux ou trop long de développer en interne, et difficile, voire impossible d'acquérir sans prendre le contrôle de l'entreprise qui détient ces ressources. En effet, le marché des firmes est plus formalisé et plus accessible que le marché des ressources.

Ces acquisitions concernent particulièrement les activités à forte intensité technologique. Dans l'industrie pharmaceutique, les principaux laboratoires tentent aujourd'hui de réaliser des acquisitions d'entreprises de biotechnologie pour accéder à des compétences spécifiques et rares en matière de recherche et s'approprier ainsi le lancement de futurs médicaments à fort potentiel. Ainsi AstraZeneca a racheté en 2007 medImmune, société américaine de biotechnologie.

L'effet de taille obtenu lors des acquisitions stratégiques peut être source de synergies financières qui se matérialisent par la réduction du coût de financement de l'entreprise en lui permettant de se procurer directement leurs ressources sur le marché des capitaux et/ou de renforcer leur pouvoir de négociation.

¹³¹ Lorsque l'effet de la concentration bénéficie à tous les concurrents du secteur, on parle de pouvoir de marché. S'il affecte seulement l'entreprise, on parle de pouvoir de négociation. Alors que le pouvoir de négociation permet de réduire les coûts (synergie de coût), le pouvoir de marché a pour effet d'accroître le prix de vente (synergie de revenu).

¹³² Elles représentent la différence entre la somme des coûts d'activités différentes menées indépendamment et le total des coûts de ces mêmes activités menées conjointement.

¹³³ Le rachat en 2007 de la division de biscuits LU de Danone par Kraft Foods a permis au groupe américain de renforcer sa présence à l'international en faisant passer la part de l'international de 33 à 40%

3.2.2. Extraction de la valeur : les acquisitions financières :

L'objectif de ces acquisitions est de s'approprier une richesse latente que la cible ne parvenait pas à réaliser avant l'acquisition. Pour ce faire, l'acquéreur doit être capable d'améliorer les performances financières de la cible en tant que telle, indépendamment de toute synergie.

3.2.2.1. Bénéficiaire d'avantages fiscaux :

Lorsqu'une entreprise qui a accumulé des pertes reportables fusionne avec une société profitable, la consolidation fiscale des deux sociétés permet de créer un avantage fiscal important. En effet, suite à la fusion, les pertes de la première société viendront chaque année compenser les profits de la seconde ce qui rend le groupe non imposable jusqu'à épuisement des pertes reportables.

Le groupe Vivendi avait accumulé un total extravagant de 38 milliards d'euros de perte entre 2000 et 2002. En 2003, en prenant le contrôle de SFR dont il était déjà actionnaire minoritaire, le groupe a consolidé fiscalement une entreprise très profitable, et ce faisant, il a encaissé les bénéfices de SFR de 2003 à 2008 sans payer aucune taxe.

3.2.2.2. Revaloriser l'entreprise cible :

Il s'agit d'acheter une cible sous-évaluée et d'encaisser les plus-values en revendant à court terme en l'état ou par « morceaux », notamment si cette dernière est un groupe diversifié.

3.2.2.3. Améliorer la gestion de la cible :

Il s'agit d'améliorer la productivité des cibles en appliquant des méthodes de gestion éprouvées et particulièrement efficaces. L'amélioration de la gestion opérationnelle peut se traduire par un contrôle plus strict des coûts de production, par une gestion plus rigoureuse de la trésorerie d'exploitation...sur le plan stratégique, l'acquéreur peut constater que les actifs de la cible sont mal employés suite à des erreurs, voire à une absence de stratégie. Il peut également être amené à redéployer le portefeuille d'activité de la cible. Il peut par exemple procéder au recentrage des activités de la cible autour d'un métier jugé extrêmement rentable, mais qui est noyé dans un ensemble d'activités hétérogènes.

Pour C. Hoarau et R. Teller, un rachat d'entreprise peut être source de création de valeur actionnariale lorsque l'opération est utilisée pour discipliner ou remplacer le management de l'entreprise cible qui agit contre l'intérêt de ses actionnaires. Dans d'autres cas, ces opérations en sont la manifestation, notamment lorsque des dirigeants procèdent à des acquisitions d'entreprises en agissant selon leur propre intérêt.

3.2.3. Réaction des marchés financiers à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition :

La majorité des études empiriques sur les réactions ex-ante du marché financier à l'annonce d'une offre publique montre que l'effet est positif sur le cours boursier des actionnaires de la cible qui bénéficient d'une hausse du cours de leurs actions (16% en moyenne) et ce d'autant plus que la concurrence entre acquéreurs est élevée.

L'augmentation du cours en bourse traduit l'anticipation des marchés financiers de la prime de contrôle, qui est loin d'être négligeable notamment dans les OPA hostiles. Ainsi, aux états unis, les actionnaires des entreprises cibles se voient offrir en moyenne une prime de 38% par rapport à la valeur de leurs actions avant l'annonce de la fusion¹³⁴.

Quant à l'effet sur le cours boursier de l'entreprise acquéreuse, les études montrent qu'il est faible, voire négatif. L'évolution du cours de ces entreprises reflète les anticipations du marché sur l'intérêt économique du rapprochement ou du rachat envisagé et sur les probabilités de leur réalisation.

3.2.4. Les facteurs d'échec des opérations de fusion-acquisition :

Marmuse (1978), précise que « la fusion est l'interpénétration de deux organisations, c'est une transplantation, une greffe organisationnelle, avec ses promesses et ses risques de rejet »¹³⁵. A cet effet, de nombreuses études post-acquisition montrent qu'au moins un rapprochement sur deux ne donne pas satisfaction à l'entreprise qui acquière en termes de performances boursières, économiques, organisationnelles et humaines. La négligence des dimensions humaines et culturelles des fusions acquisitions figure parmi les principales raisons de leur échec.

3.2.4.1. La surestimation des synergies :

De nombreux cas d'échec tiennent en partie à la surévaluation des synergies potentielles attendues de la fusion. L'entreprise acquéreuse a tendance à surestimer les véritables avantages notamment les économies d'échelle et/ou d'envergure dont la réalisation se heurte à des phénomènes de résistance au changement.

La surévaluation des synergies peut provenir de la volonté de l'entreprise de conclure rapidement l'opération avant les autres concurrents et à la surestimation de la capacité des dirigeants à accroître la valeur de l'entreprise cible. Les prises de contrôle sont de ce fait le plus souvent réalisées à un prix plus élevé que la valeur réelle des cibles qui ont fait l'objet d'une mauvaise estimation.

3.2.4.2. Complexité de la gestion du nouvel ensemble :

La taille des entreprises qui fusionnent peut se révéler un facteur d'échec en raison de ses effets pernicieux. En effet, plus les opérations impliquent des entreprises de taille importante, tant par leur volume d'affaires que par leur nombre de métiers, leurs gammes de produits ou leur présence internationale, plus la probabilité d'échec est élevée en raison de la complexité des rapprochements à effectuer. Au-delà d'un seuil critique qui varie d'une industrie à l'autre, l'accroissement de la taille des entreprises entraîne également des déséconomies d'échelle liés à l'augmentation de leur coût de gestion et d'organisation¹³⁶.

¹³⁴J.Berk, P.DeMarzo, *Op.Cit*, P 903.

¹³⁵F.Leroy, « Processus de socialisation lors de la phase d'intégration post-fusion : modalités de partage de connaissances tacites et construction de narration commune », Université Laval, Québec, 2001, P 02.

¹³⁶C.Hoarau et R.Teller, *Op.Cit*, P 83.

Un autre facteur d'échec est lié à l'écart de taille entre les entreprises. Beaucoup de recherches montrent que plus les tailles des entreprises sont comparables, plus l'intégration sera difficile, surtout si l'opération vise à combiner le plus complètement possible les organisations. Celles-ci seront en rivalité dans la définition du profil de la nouvelle entité et les luttes de pouvoir seront nombreuses. Réciproquement, un important écart de taille conduit souvent à une absorption organisationnelle effaçant certaines des compétences de l'acquis qui pourraient être précieuses pour le nouvel ensemble.

3.2.4.3. La négligence des facteurs humains :

Dans les fusions-acquisitions transfrontalières, la notion de culture apparaît essentielle dans l'analyse des chances de succès de l'opération. Elle permet en effet de mieux rendre compte des éléments spécifiques à chaque entité et des risques posés par des différences ou des incompatibilités trop prononcées. Ces risques sont d'autant plus forts que l'acquéreur sélectionne rarement l'entreprise acquise pour ses caractéristiques culturelles. L'acquéreur découvre cette réalité une fois l'achat réalisé. C'est donc essentiellement en phase d'intégration que l'acquéreur va prendre conscience de la difficulté posée par le regroupement d'entités de cultures différentes.

Aujourd'hui, le capital humain est généralement reconnu comme une principale source de création de valeur dans une économie de plus en plus informationnelle. Sa négligence constitue un facteur de vulnérabilité des entreprises en particulier dans les métiers de l'intelligence et de la création¹³⁷.

La fusion de Daimler-Benz avec Chrysler en 1998 est probablement le plus célèbre des cas de fusion qui se solda par un échec à cause des différences culturelles et organisationnelles. Ce fut ce partenariat raté qui mit pour la première fois l'accent sur les facteurs culturels qui ne peuvent tout bonnement pas être ignorés à l'échelle internationale, spécialement dans les fusions et acquisitions.

Pour expliquer le problème des cultures lors des fusions acquisitions, O.Meier avance les raisons suivantes¹³⁸ :

- La culture d'entreprise acquise peut difficilement être supprimée :

En dépit de l'existence de nouvelles structures et des efforts de renouvellement des équipes, les cultures organisationnelles qui prévalaient avant l'acquisition ne disparaissent pas facilement. Il est en effet possible d'agir au niveau du comportement quotidien (respect des règles, habitudes, usages...), il est en revanche beaucoup plus difficile de modifier le système de valeur et de référence d'individus ayant en commun une même manière d'analyser, d'interpréter et d'agir. Cette réalité peut dès lors occasionner de nombreuses perturbations dans le fonctionnement de la nouvelle organisation, en créant des incompréhensions sur la façon d'aborder les problèmes et la manière de les résoudre.

¹³⁷ Idem

¹³⁸ O.Meier, « Gestion et valorisation des différences culturelles dans le cas des fusions-acquisitions », revue Gestion des ressources humaines, N°43. 2000. P 68-81.

- **La culture de l'acquis est souvent perpétuée par ses membres qui tendent à créer un univers idéalisé.**

Bien souvent, les fusions acquisitions sont vécues par les membres de l'entreprise comme une injustice et la sanction d'une mauvaise gestion. Les individus auront par conséquent tendance à perpétuer, même inconsciemment la période « heureuse », où leur efficacité économique était valorisée et récompensée. Ce mécanisme va dès lors créer un clivage entre les membres de l'entité achetée et les membres de l'entreprise acheteuse (dont l'objectif premier est de transformer l'entreprise à des fins de rentabilité).

- **La culture de l'entité acquise renferme des principes et des valeurs auxquels restent attachés les membres de l'organisation.**

Généralement, les individus choisissent librement leur entreprise. Ils ont même tendance à sélectionner une entreprise dont les valeurs sont en accord avec leurs aspirations et visions professionnelles : notoriété de l'entreprise, évolution des carrières, salaire d'embauche, sécurité d'emploi, ambiance et état d'esprit, proximité géographique, Ils sont donc liés par un contrat psychologique difficilement répliquable compte tenu du rapport spécifique qui existe l'individu et son organisation. Or, la fusion acquisition tend à rompre ce contrat moral et affectif au profit d'un nouveau système de valeurs et de règles qui propose une façon différente de percevoir, de penser et d'agir. La remise en question de ce lien peut donc être vécue comme la remise en cause de certains principes ou valeurs au profit d'autres, et créer par là même des tensions de fonds, source de déstabilisation et de fuite.

La coexistence durable de cultures différentes au sein du même ensemble présente par conséquent des risques d'acculturation liés à la volonté des parties en présence de préserver leur culture organisationnelle. La dimension culturelle constitue donc un enjeu essentiel dans le management des fusions acquisitions et doit à ce titre être prise en compte si l'on veut limiter les risques fréquents de destruction de valeur.

3.2.4.4. Les motivations managériales :

Les opérations de fusion-acquisition sont généralement présentées par les dirigeants des entreprises qui acquièrent comme un moyen de créer de la valeur, mais en réalité, cet objectif est souvent utilisé pour masquer leurs ambitions personnelles. La théorie managériale estime que les dirigeants sont susceptibles de recourir aux opérations de croissance externe pour accroître la sécurité de leur emploi et les opportunités de promotion avec l'augmentation de la taille de l'entreprise.

En effet, la rémunération des dirigeants peut être liée à des objectifs de croissance à court terme ou de valorisation boursière, qui seront plus facilement atteints au moyen d'une opération d'acquisition spectaculaire qu'avec une croissance interne plus lente et moins visible. De surcroît, une vaste opération d'acquisition ne manquera pas d'attirer l'attention des médias, ce qui permettra d'accroître significativement la notoriété des dirigeants et flattera leur vanité. Les dirigeants qui ont déjà réussi des acquisitions par le passé risquent d'ailleurs de se montrer trop présomptueux et de multiplier des opérations de plus en plus risquées.

Une entreprise peut aussi se lancer dans ces opérations par crainte d'être elle-même rachetée si elle ne se lance pas la première dans l'acquisition de concurrents. En effet, les entreprises qui demeurent à l'écart du mouvement de concentration prennent le risque de devenir des cibles potentielles d'acquisitions et de perdre leur autonomie.

Section 3 : Décisions financières et création de valeur actionnariale

1. Optimiser la structure financière pour minimiser le cout du capital :

La création de valeur pour l'actionnaire peut être recherchée par la baisse et la minimisation du cout moyen pondéré du capital (CMPC) obtenue grâce à une optimisation de la structure financière, notamment grâce à l'endettement qui est mobilisé pour faire levier sur la rentabilité des fonds propres (évidemment lorsque celui-ci est positif, c'est à dire lorsque le rendement des actifs est supérieur au cout de la dette). L'effet de levier peut être augmenté de trois façons¹³⁹ : le recours à l'endettement, la réduction des capitaux propres par rachat d'actions en bourse ou remboursement des actions ou en combinat les deux.

Le recours à l'endettement offre aux actionnaires une double opportunité¹⁴⁰. D'abord, la dette comble un défaut de ressources et leur permet de mobiliser des actifs qui dépassent leurs ressources propres. Ensuite, l'endettement sert à faire un usage calculé et parcimonieux des fonds propres en permettant aux actionnaires de répartir leurs fonds sur plusieurs investissements au lieu d'un seul en faisant appel pour chacun d'entre eux à l'endettement.

1.1. Endettement et cout du capital :

L'impact de la structure financière de l'entreprise sur sa valeur et sur son cout du capital est depuis toujours un sujet de recherche en finance. C'est essentiellement grâce aux travaux théoriques de Modigliani et Miller¹⁴¹ que cette question a été mieux comprise. Les auteurs ont démontré que sur des marchés parfaits en l'absence d'imposition et de risque de faillite, la valeur d'une firme était indépendante de sa structure financière.

La valeur de l'entreprise ne dépend que de la rentabilité de son actif économique, ou encore de la rentabilité de son portefeuille d'investissement, et non de la façon dont celle-ci, est ensuite répartie entre ses apporteurs de fonds. En introduisant la fiscalité et en se rappelant que la dette est fiscalement avantagée par rapport aux fonds propres, il est possible de montrer que la valeur de la firme endettée est supérieure à celle qui ne l'est pas.

1.1.1. Cout du capital dans le cadre de marchés financiers parfaits :

Les marchés de capitaux sont dits parfaits s'ils satisfont trois conditions :

- Les agents économiques (investisseurs et entreprises) peuvent acheter ou vendre les mêmes actifs financiers, à un prix de marché (concurrentiel) égal à la valeur actuelle de leurs flux de trésorerie futurs.
- Il n'existe pas d'impôts ni de coûts de transaction sur les marchés financiers.

¹³⁹C.HoarauOp.Cit, P 96.

¹⁴⁰L.Batsch, Op.Cit, P 23.

¹⁴¹Franco Modigliani et Merton Miller ont tous les deux obtenu le prix Nobel d'économie ; Modigliani en 1985 pour ses travaux sur l'épargne et le cycle de vie et ceux relatifs à la structure financière des entreprises. Miller en 1990 pour son analyse de la théorie du portefeuille et ses travaux sur la structure financière.

- Les décisions de financement d'une entreprise n'influencent pas les flux de trésorerie de ses actifs et ne sont porteuses d'aucune information à leur propos.

1.1.1.1. Valeur de l'entreprise endettée :

Modigliani et Miller ont démontré que lorsque les marchés financiers sont parfaits, la valeur totale d'une entreprise est égale à la valeur de marché des flux de trésorerie de ses actifs : cette valeur n'est pas influencée par sa structure financière. Cette proposition peut se réécrire ainsi :

$$V_{cp} + V_d = V^u = V_A$$

V_{cp} : valeur de marché des capitaux propres ;

V_d : valeur de marché de la dette ;

V^u : valeur de marché de l'entreprise non endettée ;

V_A : valeur de marché des actifs de l'entreprise.

1.1.1.2. Cout du capital de l'entreprise endettée :

Le choix d'une structure de financement des actifs se traduit par une répartition asymétrique du risque économique entre les apporteurs de capitaux du fait de leurs statuts différents. Plus la part financée par la dette est élevée et plus le risque supporté par les actionnaires va être important du fait du transfert du risque sur la partie des actifs financés par les créanciers vers les actionnaires.

Il convient donc de mesurer l'influence de l'endettement sur la rentabilité exigée par les actionnaires et le cout des capitaux de l'entreprise. Il sera alors possible d'estimer le cout des actifs de l'entreprise et de montrer que celui-ci ne dépend pas du taux d'endettement. En fait, les économies réalisées grâce à l'endettement sont exactement compensées par l'exigence accrue des actionnaires en termes de rentabilité. Au total, l'entreprise ne tire pas profit d'une augmentation de son endettement.

A partir de la proposition de Modigliani- Miller, il est possible d'établir une relation entre la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise endettée (R_{CP}), la rentabilité de la dette (R_D) et la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise non endettée (R_U) :

$$\frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} R_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} R_D = R_U$$

À partir de cette équation, Modigliani et Miller expriment la rentabilité des actions d'une entreprise endettée comme suit :

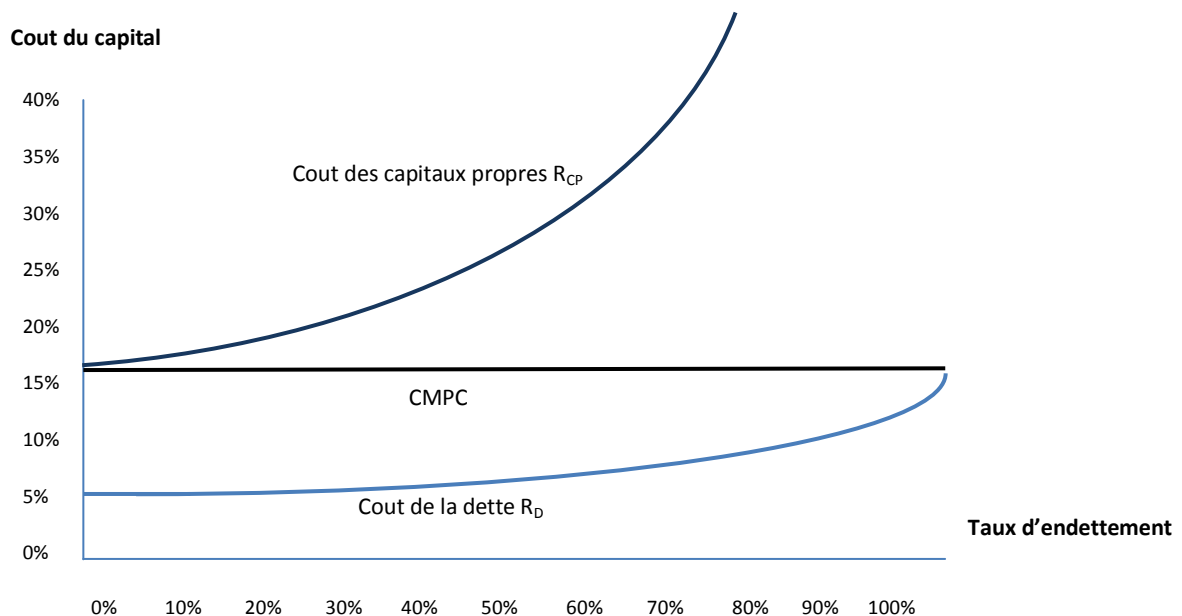
$$R_{CP} = \underbrace{R_U}_{\text{Risque de l'actif de l'entreprise à endettement nul}} + \underbrace{\frac{V_D}{V_{CP}} (R_U - R_D)}_{\text{Risque additionnel dû au levier}}$$

Cette équation permet d'appréhender les conséquences de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propre : la rentabilité des actions d'une entreprise endettée est égale à

celle d'une entreprise non endettée plus une prime liée au risque proportionnelle à l'endettement. Cette dernière rémunère le risque d'exploitation exigée par les actionnaires pour couvrir le risque économique lié à l'activité de la firme. Elle dépend du secteur dans lequel opère la firme et de sa structure des coûts de production, notamment de la de ses coûts fixes. Cette prime augmente la rentabilité de l'action lorsque l'entreprise réalise une bonne performance ($R_U > R_D$) et la réduit dans le cas contraire.

Le niveau de risque supplémentaire supporté par les actionnaires et donc la prime, dépend de l'endettement mesuré par le levier en valeur de marché V_D / V_{CP} . La **figure 12** montre l'effet de l'augmentation du taux d'endettement ($V_D / V_{D+V_{CP}}$) sur le coût des capitaux propres de l'entreprise, sur le coût de la dette, et sur le CMPC.

Figure 12: CMPC et taux d'endettement en marchés parfaits



Source : J.Berk, P.DeMarzo, « Finance d'entreprise », éd nouveaux horizons, Paris, 2008, P 464.

En l'absence de dette, le CMPC est égal au coût des capitaux propres de l'entreprise non endettée. Plus une entreprise emprunte, plus le coût de ses capitaux propres augmente. Mais la dette est moins coûteuse que les capitaux propres et les deux effets se compensent. Au final, le CMPC de l'entreprise reste le même. Si l'endettement dépasse un certain seuil, un risque pour les créanciers et le taux d'intérêt sur la dette augmente.

Exemple¹⁴² :

Supposons une entreprise dont la valeur de marché des capitaux propres est de 1000 UM. La rentabilité exigée par les actionnaires pour une entreprise non endettée est de 15% et

¹⁴²J.Berk, P.DeMarzo, « Finance d'entreprise », éd nouveaux horizons, Paris, 2008, P 465.

Chapitre 3 : Le management par la valeur financière

le taux d'intérêt sur la dette est de 5%. Calculons le CMPC pour différentes structures financières :

V_{CP}	V_D	$R_{CP} = R_U + \frac{V_D}{V_{CP}} (R_U - R_D)$	R_D	$CMPC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} R_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} R_D$
1000	0	$R_{CP} = 15 + \frac{1000}{1000} (15 - 5) = 15\%$	5%	$1,0 \times 15\% + 0,0 \times 5,0\% = 15\%$
800	200	$R_{CP} = 15 + \frac{200}{800} (15 - 5) = 17,5\%$	5%	$0,8 \times 17,5\% + 0,2 \times 5,0\% = 15\%$
500	500	$R_{CP} = 15 + \frac{500}{500} (15 - 5) = 25\%$	5%	$0,5 \times 25\% + 0,5 \times 5,0\% = 15\%$
100	900	$R_{CP} = 15 + \frac{100}{900} (15 - 8,3) = 75\%$	8,3%	$0,1 \times 75\% + 0,9 \times 8,3\% = 15\%$

Dans le cas d'une entreprise non endettée, le CMPC est égal au cout des capitaux propres. Lorsque le taux d'endettement augmente, les capitaux propres et la dette deviennent plus risqués et leur cout augmente. Toutefois, le cout de la dette est plus faible que celui des capitaux propres. En conséquence, le cout moyen pondéré du capital reste constant. Ceci a conduit Modigliani et Miller à conclure que si les marchés sont parfaits, le CMPC d'une entreprise est indépendant de sa structure financière.

1.1.2. Cout du capital dans le cadre de marchés financiers imparfaits :

La proposition de Modigliani et Miller selon laquelle la structure financière de l'entreprise n'a pas d'influence sur sa valeur n'est vérifiée que si les marchés financiers sont parfaits. Or, les marchés financiers sont imparfaits et l'une de leurs principales imperfections est la fiscalité. On est alors en droit de se demander l'effet que pourrait avoir la fiscalité sur le cout du capital, et par conséquent, sur sa valeur.

1.1.2.1. La valeur de l'entreprise endettée :

Selon Modigliani et Miller, la valeur de la firme endettée V_i est égale à la somme actualisée des flux de liquidités nets d'impôts allant aux actionnaires et aux créanciers. Le flux de liquidité disponible pour les actionnaires est actualisé au cout des fonds propres R_0 . Quant à l'économie fiscale due à la dette, elle doit être actualisée au taux sans risque car elle est sans risque:

$$V_i = \frac{X(1+\tau)}{R_0} + \frac{\tau R_f D_i}{R_f} = V_0 + \tau D_i$$

La valeur de l'entreprise endettée V_i est donc supérieure à celle de l'entreprise sans dette. Le supplément de valeur est égal à la somme actualisée de l'économie fiscale due à la déductibilité des intérêts de la dette. On vérifie que si le taux d'imposition est nul, la valeur des deux firmes est bien égale.

1.1.2.2. **Cout du capital de l'entreprise endettée :**

Lorsqu'une entreprise s'endette, les intérêts qu'elle verse à ses créanciers sont partiellement compensés par l'économie d'impôts. Le taux d'intérêt effectif de l'endettement est donc : $r(1 - \tau)$. Cette réduction du cout de l'endettement est prise en compte lors du calcul du CMPC qui s'écrit désormais comme suit :

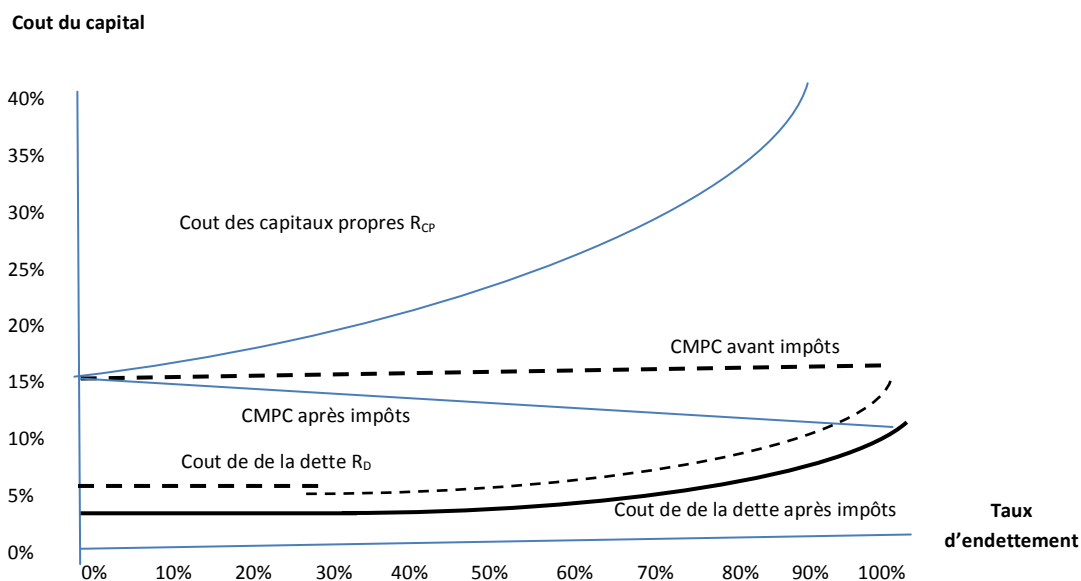
$$CMPC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} R_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} R_D (1 - \tau)$$

En réarrangeant l'équation précédente, on obtient :

$$CMPC = \underbrace{\frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} R_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} R_D}_{\text{CMPC de l'entreprise sans dette}} - \underbrace{\frac{V_D}{V_{CP} + V_D} \tau R_D}_{\text{Réduction du CMPC liée aux économies d'impôt}}$$

La baisse du CMPC est donc proportionnelle au taux d'endettement de l'entreprise : plus il est élevé, plus les économies d'impôt sont importantes et plus le CMPC après impôt est faible. La figure 13 illustre la baisse du CMPC après impôt au fur et à mesure que la dette augmente, alors que le CMPC avant impôt est stable.

Figure 13 : Cout des capitaux propres en présence d'impôts



Source :J.Berk, P.DeMarzo, « Finance d'entreprise », éd nouveaux horizons, Paris, 2008, P 464.

L'analyse de l'approche de Modigliani et Miller nous a permis de comprendre la relation entre le cout du capital et la structure financière de l'entreprise. Elle présente pour les gestionnaires l'immense avantage de quantifier de façon opérationnelle l'impact d'une modification de la structure financière sur le cout du capital afin de prendre des décisions

d'allocation de ressources conformes aux intérêts des actionnaires, c'est-à-dire créatrices de valeur actionnariale.

1.1.3. Limites et risques de l'endettement

L'analyse précédente suggère que les entreprises devraient choisir une structure financière leur permettant de profiter de manière optimale de la déductibilité fiscale des intérêts. Pourtant, les entreprises utilisent beaucoup moins la dette que ce que la déductibilité des intérêts laisse présager. Ceci est dû au fait qu'un endettement lourd a pour conséquence de renchérir le coût des ressources financières et de faire apparaître des coûts de faillite qui sont pris en compte lors de la détermination de la valeur de l'entreprise. De surcroît, il existe un risque que l'effet de levier recherché se retourne contre l'entreprise si le résultat d'exploitation généré par l'activité est insuffisant pour assurer le service de la dette.

1.1.3.1. Augmentation du coût des ressources :

Au-delà d'une certaine limite liée aux performances de l'entreprise, la hausse du taux d'endettement renchérit le coût de la dette et le coût des fonds propres. En effet, le risque de défaillance induit par un recours massif à l'endettement va entraîner une dégradation de la notation attribuée par les agences de rating, laquelle se traduit souvent par une augmentation de la prime de risque exigée par les prêteurs. De surcroît, un ratio d'endettement élevé fait courir un grand risque aux actionnaires qui vont légitimement exiger une plus grande rentabilité de leurs fonds propres.

1.1.3.2. Prise en compte des coûts de faillite :

Une entreprise lourdement endettée risque de ne pas pouvoir faire face à ses obligations et peut entrer dans une situation de détresse financière. Cette situation occasionne des coûts que l'entreprise devra prendre en considération lors du choix de sa structure de capital. Il s'agit des coûts de faillite.

Les coûts de faillite peuvent prendre différentes formes:

Coûts directs: frais de justice et d'avocat, le coût d'opportunité pour les créanciers qui doivent attendre avant de recevoir (une partie de) leur argent. Enron, le courtier américain en énergie ayant fait faillite en 2001, a dépensé 750 millions de dollars pour payer ses avocats et ses experts en comptabilité. Les coûts directs représentaient 10% environ de la valeur des actifs.

Coûts indirects: perte de clients, rupture de contrats avec les fournisseurs, démissions et démotivation des salariés, hausse des impayés sur les créances clients, pertes liées à des ventes forcées d'actifs. Une étude consacrée aux entreprises fortement endettées établit que celles-ci affichent une valeur inférieure de 10 à 20% à celles d'entreprises comparables mais moins endettées.

Il est possible de comparer les avantages de la dette (la déductibilité fiscale des intérêts) à ses inconvénients (coûts de faillite). En effet, toute entreprise est incitée à augmenter son endettement pour bénéficier d'économies d'impôt, mais l'augmentation de la dette accroît le risque que l'entreprise rencontre des difficultés financières, et par conséquence, des coûts de faillite.

Suivant cette théorie, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée, augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt réalisées et diminuée de la valeur actuelle des coûts de détresse financière:

$$V_i = V_0 + \tau D_i - VA \text{ (Coûts de faillite)}$$

Au total, la valeur actuelle des couts de faillite va entrainer une baisse de la valeur de l'entreprise et donc une augmentation de son cout du capital. Une des conséquences de cette analyse est que plus les coûts de faillite sont importants, plus l'entreprise aura tendance à se financer par fonds propres. Selon cette analyse, il existe un niveau d'endettement optimum, tel que l'avantage des économies fiscales dû à la dette est compensé par la valeur actuelle des couts de faillite. Cette approche bute cependant sur son faible caractère opératoire. Il est en effet bien difficile d'estimer les couts de faillite en pratique, contrairement aux avantages fiscaux de la dette.

1.1.3.3. L'effet de massue :

L'effet de levier augmente la rentabilité des fonds propres tant que l'entreprise est capable de dégager un résultat économique supérieur au cout de la dette. Or, il arrive qu'à cause de mauvaises performances économiques, l'entreprise dégage une rentabilité économique inférieure au service de la dette ; l'effet de levier devient négatif, on parle alors d' « effet de massue » ou d' « effet boomerang ». Dans ce cas, l'outil mobilisé à l'origine pour enrichir les actionnaires devient destructeur de valeur.

1.2. Réduction du capital par rachat d'actions :

Dans une perspective de création de valeur, les entreprises cotées procèdent de façon massive depuis la deuxième moitié des années 1990 au rachat de leurs propres actions parfois financé par la dette. L'opération de rachat d'actions est soumise à l'autorisation globale de l'assemblée générale des actionnaires et a pour but d'améliorer le cours en bourse, d'annuler une partie du capital ou d'attribuer des actions aux salariés.

Les motivations avancées explicitement par les dirigeants pour justifier de telles opérations sont les suivantes :

- la régularisation des cours qui permettrait de corriger une sous-évaluation par les investisseurs mal informés;
- l'attribution d'actions (ou d'options sur actions) aux salariés et/ou aux dirigeants ;
- le financement de la croissance externe par l'échange de titres rachetés ;
- l'optimisation du bénéfice par action.

Selon une étude *Price Waterhouse Coopers*¹⁴³, 80% des entreprises concernées par les rachats d'actions ont pour objectif d'accroître le cours en bourse et 19% des entreprises du CAC 40 ont clairement indiqué que le rachat d'actions est motivé par l'annulation des titres comme moyen de créer de la valeur pour les actionnaires. En effet, l'annulation des actions est une diminution du capital qui a pour conséquence de réduire les capitaux propres et

¹⁴³C.Hoarau, *Op.Cit.*, P 102.

d'améliorer de façon automatique et artificielle la rentabilité sur les capitaux investis tout en augmentant le bénéfice par action (BPA).

J.Caby, et G.Hirigoyen assimilent le rachat d'actions à une distribution de dividendes, puisque l'entreprise redistribue un excédent de liquidité à ses actionnaires. Selon L.Batsh, la rétention de la trésorerie va à l'encontre des intérêts des actionnaires car les liquidités, même placées, offrent une rentabilité inférieure à la rentabilité attendue sur les actifs opérationnels de l'entreprise. De surcroît, la présence de réserves financières dans l'entreprise représente une tentation à la dilapidation par les dirigeants, soit sous forme de dépenses somptuaires, soit dans des diversifications de croissance injustifiées, notamment dans des fusions acquisitions le plus souvent destructrices de valeur.

Mais ces raisons peuvent se révéler en fait destructrices de valeur car le rachat d'actions nécessite de mobiliser des sommes très importantes, ce qui peut avoir un impact négatif sur la situation financière et augmenter les risques de l'entreprise, surtout lorsque l'opération est financée par endettement. Ensuite, le remboursement des actionnaires peut être interprété comme un manque de projets rentables et de perspectives de croissance créatrices de valeur et peut même déplaire aux agences de notation qui constatent une sortie de cash sans renforcement de la position concurrentielle ni des cash-flows futurs.

2. La réduction des capitaux engagés :

En plus de l'optimisation de sa structure financière, l'entreprise dispose d'un autre levier d'action pour augmenter la valeur créée pour l'actionnaire, à savoir l'amélioration de sa rentabilité économique. La recherche de cette rentabilité cesse d'être quasi-exclusivement centrée sur la génération de marges par la compression des coûts et la maximisation des ventes. S'y ajoutent, parce que les fonds propres constituent la ressource la plus onéreuse, une politique de minimisation des actifs fixes ou circulants ainsi que ce que l'on peut appeler "une gestion active du dénominateur" du ratio de rentabilité. En effet, en réduisant le montant des capitaux engagés, la rentabilité économique mesurée par le ratio ROCE augmente, induisant une amélioration de l'EVA, et donc de la création de valeur.

2.1. Une meilleure allocation des ressources :

Une allocation optimale des ressources dans le processus stratégique permet d'arriver à maximiser les rendements escomptés des décisions déjà arrêtées. Dans ce sens, les ressources financières et humaines dont dispose l'entreprise doivent être investies dans les investissements les plus productifs, c'est-à-dire dont la rentabilité est supérieure au coût du capital, et même désinvesties si les performances réalisées dans un projet s'avèrent insuffisantes.

Cette sélectivité des investissements est traduite au niveau opérationnel par un abaissement du seuil d'autorisation à partir duquel les opérationnels doivent obtenir l'accord du groupe pour réaliser un investissement, puisque toute décision d'investissement doit être analysée à l'aune du critère de création de valeur et non pas centrée sur une logique

d'ingénieur. Ceci a toutefois pour conséquence d'augmenter la centralisation et d'allonger le délai de prise de décision¹⁴⁴.

2.2. La minimisation du BFR :

Entre le moment où les dépenses sont engagées pour la production ou l'achat des produits, et celui où elles sont récupérées lors de la vente, plusieurs semaines peuvent s'écouler du fait des délais accordés aux clients. De ce décalage temporel naît un besoin permanent en fonds de roulement que l'entreprise doit constamment couvrir par des avances de fonds. Le BFR constitue donc une ressource durablement investie dans le cycle d'exploitation. Réduire l'investissement en BFR c'est faire une économie de ressources susceptibles d'être affectées à d'autres actifs plus rentables. Cette réduction du BFR passe par une réduction du montant des créances ainsi que des stocks.

L'entreprise doit assurer une meilleure gestion de ses stocks car la présence de stocks importants induit un coût administratif (gardiennage, locaux, maintenance, assurance, ...) ainsi qu'un coût financier d'opportunité équivalent au taux de rendement des fonds immobilisés dans leur financement.

De même, le poids des créances clients dans le besoin de financement du cycle d'exploitation des entreprises est très important. Tant que les clients ne paient pas, celle-ci assume le financement des produits livrés. Le retard de paiement des créances peut très vite conduire à une dégradation de la situation financière de l'entreprise et constitue même une des principales causes de faillite. Le suivi des créances et la maîtrise des délais de règlement accordés aux clients est le moyen privilégié pour contenir la croissance de leur encours. L'entreprise peut ainsi réduire ses délais clients, négocier des avances, relancer les mauvais payeurs ou encore confier ses créances clients à une société d'affacturage.

2.3. Les montages déconsolidants :

Depuis longtemps, les entreprises ont recours à des montages déconsolidants pour faire sortir de leurs bilans des actifs et des dettes tels que l'escompte des effets de commerce ou le recours à l'affacturage pour les créances commerciales, le crédit-bail et la cession bail pour les actifs immobilisés. Mais depuis les années 1990, d'autres montages plus complexes sont apparus, représentés principalement par les opérations de *defeasance* (ou désendettement de fait) et de *titrisation*.

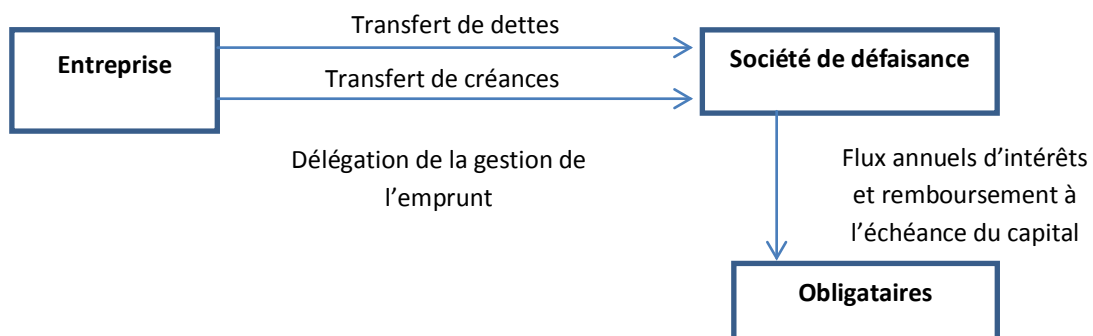
Ce type de montage a pour intérêt d'élargir les sources de financement des entreprises, d'optimiser le ratio d'endettement (ou *gearing*), de transférer des risques, d'accroître la flexibilité financière, mais surtout, d'améliorer de façon apparente le taux de rentabilité des capitaux employés ainsi que celui des fonds propres, et ce grâce à la baisse des capitaux employés induite par la baisse du montant des actifs.

¹⁴⁴C.Hoarau, Op.Cit.

2.3.1. La *defeasance* (désendettement de fait) :

L'*in-substance defeasance*, ou désendettement de fait, est une opération d'ingénierie financière qui permet à une entreprise d'extraire de son bilan une dette à long terme. L'opération se déroule en deux étapes ; d'abord, l'entreprise dispose ou va acheter sur le marché des titres obligataires engendrant des flux en intérêt et en capital équivalents au remboursement de la dette en utilisant ses disponibilités ou en contractant un nouvel emprunt, puis transférera en même temps ses dettes ainsi que titres achetés à une structure « ad hoc » qui assurera le paiement du service de la dette grâce aux liquidités secrétées par la créance.

Figure 14: Déroulement d'une opération de *defeasance*



Source : préparé par nous-mêmes à partir de nos lectures

Le recours à la *defeasance* permet à l'entreprise de se désendetter par anticipation et d'alléger ainsi son bilan. Certes, il existe d'autres techniques permettant de remboursement anticipé d'une dette, mais elles sont plus coûteuses et n'ont pas l'avantage de la rapidité et de la discrétion de la *defeasance*. En effet, certaines dettes ne prévoient pas de clauses de remboursement anticipé, et lorsqu'elle existe, elle entraîne le paiement de pénalités. Quant au rachat des obligations sur le marché, il est long et coûteux car il doit être suffisamment étalé dans le temps pour ne pas provoquer des déséquilibres.

Illustration¹⁴⁵ :

Supposons qu'une entreprise a émis un emprunt obligataire de 2000 K€ au taux de 8% et que sa durée de vie résiduelle est de 6 ans. Le taux d'intérêt sur le marché obligataire est de 10%. Disposant de liquidités excédentaires, l'entreprise désire se désendetter en réalisant une opération de *defeasance*. Nous allons analyser les conséquences de cette opération de *defeasance* sur le bilan de l'entreprise ainsi que sur ses principaux indicateurs financiers. Le bilan de l'entreprise se présente comme suit :

¹⁴⁵ Exemple tiré de D.Cavignaux, A.Lenaitre, « La titrisation et la *defeasance* en France », publications ASF, France, 1997, P 68.

Chapitre 3 : Le management par la valeur financière

ACTIF	Montant	PASSIF	Montant
Actif immobilisé	9000	Capital et réserves	6000
Stocks	1500	Résultat net	500
Créances	4500	Dettes financières	7500
Disponibilités	2000	Dettes d'exploitation	3000
Total actif	17000	Total passif	17000

La valeur du portefeuille obligataire est calculée comme suit :

$$VA = \sum_{t=1}^6 0,08 \cdot (1,1)^{-t} + 2000(1,1)^{-6} = 1826 \text{ k€}$$

L'entreprise doit donc acheter un portefeuille d'une valeur de 1826 k€ sur le marché. En supposant que les frais de l'opération s'élèvent à 1%, l'entreprise enregistre immédiatement un gain égal à la différence entre la valeur d'origine de l'emprunt et sa valeur actuelle, diminuée des frais de l'opération, soit un gain de 154k€(2000-1826-20).

Le bilan de l'entreprise suite au recours à l'opération de défaisance se présente comme suit :

ACTIF	Montant	PASSIF	Montant
Actif immobilisé	90000	Capital et réserves	6000
Stocks	1500	Résultat net ¹⁴⁷	654
Créances	4500	Dettes financières	5500
Disponibilités ¹⁴⁶	154	Dettes d'exploitation	3000
Total actif	15154	Total passif	15154

	Avant défaisance	Après défaisance
Ratio d'endettement (Total dettes/Passif)	61,8%	56,1%
Ratio d'autonomie financière (capitaux propres/capitaux permanents)	46,4%	54,7%
Ratio de rentabilité économique ROA (résultat net/total actif)	2,9%	4,3%
Ratio de rentabilité financière	7,7%	9,8%

Nous constatons que le recours à la défaisance a nettement amélioré l'image bilancielle de l'entreprise ainsi que ses principaux indicateurs financiers. En effet, Cette opération a fait apparaître une nouvelle capacité d'endettement du fait de l'amélioration du ratio d'endettement ainsi que de l'autonomie financière. Avec ce bilan allégé, l'entreprise pourra non seulement augmenter son endettement, mais en plus elle pourra le faire dans de meilleures conditions puisque l'amélioration de la structure du bilan va améliorer la note attribuée par les agences de rating, ce qui aura pour conséquence de réduire le cout de la nouvelle dette lors des émissions ultérieures.

¹⁴⁶ 500 + (2000-1826-20) = 654

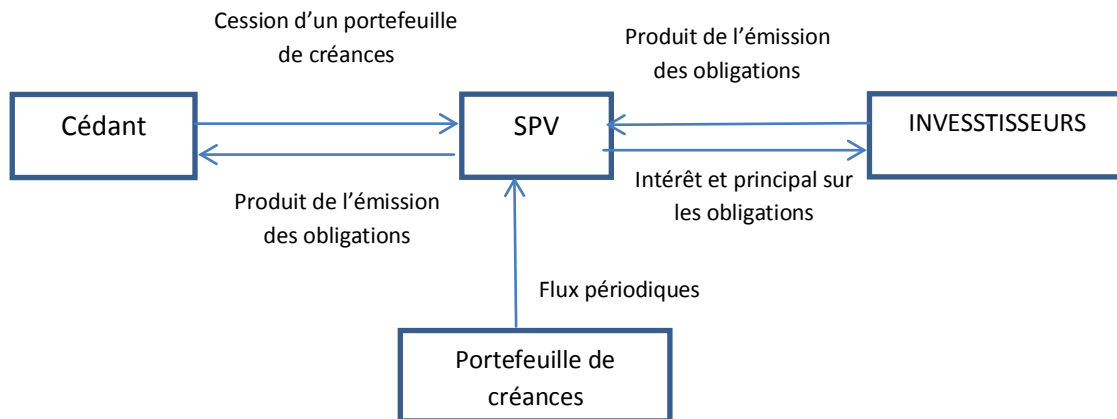
¹⁴⁷ 2000 - (1826+20) = 154

La defeasance a également eu un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise puisqu'en faisant sortir les créances du bilan, le montant de l'actif a baissé, engendrant une amélioration visible tant du ratio de rentabilité économique que financière.

2.3.2. La titrisation :

La titrisation est une opération financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance, sont transformées en titres financiers négociables sur un marché. Dans un premier temps, l'entreprise cède un portefeuille homogène de créances à une entité spécialement établie à cet effet. Cette entité souvent appelée SPV (*Special Purpose Vehicle*) émet des titres obligataires, qui après évaluation par des agences de notation, seront placés auprès des investisseurs. Le produit de la vente des titres permet de financer l'acquisition par le SPV du portefeuille d'actifs. Le paiement des intérêts et du principal des obligations créées par le SPV est réalisé par la suite grâce aux flux de paiement en provenance des actifs du portefeuille (**Figure 15**).

Figure 15: Déroulement d'une opération de titrisation.



Source : préparé par nous-mêmes à partir de nos lectures

La titrisation affecte le bas du bilan de l'entreprise cédante en réduisant significativement le BFR au profit de la trésorerie. Les fonds libérés peuvent être mobilisés pour rembourser les dettes ou effectuer des opérations de croissance externe. Dans le premier cas, les ratios de structure financière se trouvent nettement améliorés et la baisse du montant de l'actif augmente mécaniquement la rentabilité économique.

2.4. Les LBO : les nouvelles techniques d'acquisition à effet de levier :

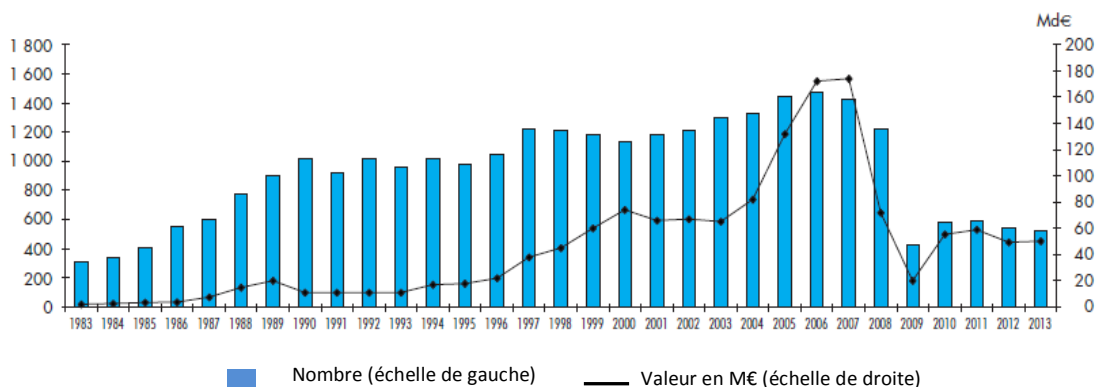
L'une des prescriptions induites par la gestion du dénominateur est de maîtriser strictement le prix des acquisitions car en surpayant les cibles de qualité, l'acquéreur perd d'emblée le bénéfice des surperformances attendues¹⁴⁸. Parmi les montages financiers qui permettent la minoration des capitaux propres mobilisés lors d'une acquisition, les LBO occupent une place emblématique.

¹⁴⁸ L. Batsch, op.cit, P 70.

2.4.1. Définition d'un LBO :

Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou *Leveraged Buy-Out en anglais* (LBO), est l'acquisition du contrôle d'une société financé majoritairement par endettement et entraîne le plus souvent une amélioration des performances opérationnelles de cette société¹⁴⁹. Le principal avantage de ces opérations est de *permettre de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport minimum en fonds propres* puisque l'acquisition est largement financée par une dette dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible. La dette permet ainsi de faire un usage parcimonieux des fonds apportés par les actionnaires en même temps qu'elle démultiplie leur rentabilité. Le graphique suivant reprend l'évolution de ce marché depuis 1983.

Graphique 4 : Les LBO en Europe depuis 1983



Source : P. Vernimmen, « Finance d'entreprise », éd Dalloz, paris, 2013, P 1045.

Malgré un fort développement depuis 1983, le marché des LBO reste très cyclique et subit fortement les effets pervers des crises financières, la pire étant celle des subprimes entre 2007 et 2009 où l'encours et le nombre des LBO s'est sensiblement réduit à cause de l'assèchement des liquidités. En effet, le *Credit Crunch* ou l'effondrement du crédit induit par la crise fait que les banques tournent principalement leur financement vers l'économie réelle. Outre l'arrêt brutal de nouvelles opérations, la crise a aussi mis à mal des entreprises sous LBO qui ont pâti des conséquences d'une baisse de leur activité couplée à un endettement lourd.

2.4.2. Le Montage d'un LBO :

L'entreprise va créer une société holding¹⁵⁰ dont le capital social correspondra à l'apport en fonds propres qu'elle peut effectuer ou à son apport plus celui de financiers si elle manque de moyens (c'est-à-dire si son seul apport ne permet pas d'emprunter suffisamment pour acheter la cible). La holding s'endette ensuite et rachète la société cible. Pour rembourser son emprunt, la holding va faire remonter régulièrement les bénéfices et les cash-flows de la cible sous forme de dividendes, et pourra dès lors se désendetter au fil des ans.

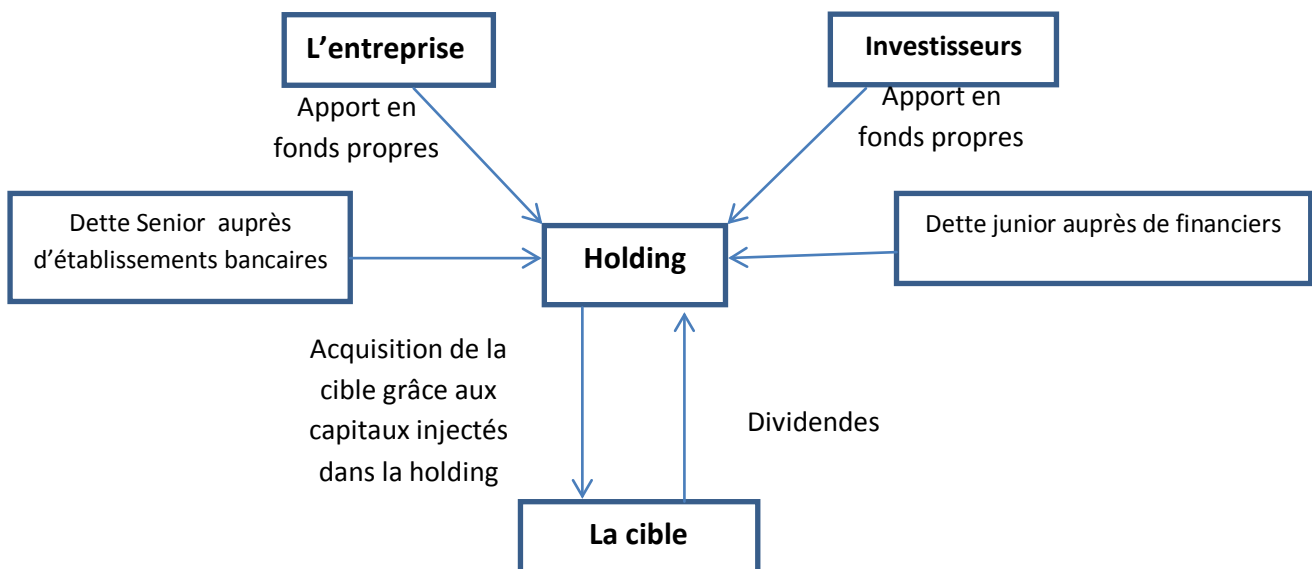
¹⁴⁹P. Vernimmen, « Finance d'entreprise », éd Dalloz, paris, 2013, P 1031.

¹⁵⁰ Dans le jargon, le holding de reprise est appelé de façon générique NewCo ou HoldCo.

L'opération sera réussie lorsque la holding aura remboursé l'emprunt en totalité et racheté les parts des associés minoritaires : la holding pourra alors fusionner avec la cible pour ne former qu'une seule et unique entité.

Dans certains cas, les fonds propres de la holding sont insuffisants pour pouvoir emprunter le montant nécessaire au rachat de la cible. Dès lors l'emprunt bancaire classique appelé aussi " dette senior " va être doublé d'un autre emprunt plus élaboré et mieux rémunéré qui prend le nom de " Dette Junior " ou " dette mezzanine " (obligations convertibles, obligations à bons de souscription d'actions,...). Le remboursement de la dette mezzanine est subordonné à celui de la dette senior. De ce fait, son risque ainsi que son cout sont plus élevés.

Figure 16: Le montage d'un LBO



Source : réalisé par nous-mêmes à partir de nos lectures

La difficulté de ces opérations est de réaliser un montage équilibré qui permette tant à la cible de faire face à ses investissements pour assurer sa croissance et sa rentabilité (c'est-à-dire que la cible ne doit pas être étouffée par la remontée excessive de ses bénéfices vers la société mère), qu'à la Holding de faire face à ses engagements bancaires (nécessité de remonter des dividendes importants très régulièrement). Il faudra définir de façon très précise les besoins en amont et aval du montage (holding et cible) pour ne pas étouffer la société cible. En effet, le succès de l'opération réside essentiellement dans la capacité de la cible à générer des cash-flows nécessaires et suffisants à la remontée régulière de dividendes vers la holding. C'est pourquoi dans ce type d'opérations, la cible doit bénéficier d'une bonne rentabilité, mais surtout d'une bonne visibilité sur ses marchés et d'excellentes perspectives de croissance si les acquéreurs veulent augmenter leurs chances de réussite

2.4.3. La création de valeur dans les LBO :

Les études académiques ont démontré que les entreprises sous LBO avaient de meilleures performances économiques que les autres (résultat d'exploitation, flux de

trésorerie, rentabilité) et qu'elles étaient créatrices de valeur¹⁵¹. Selon L.Batsch, cette création de valeur trouve sa justification dans la fonction disciplinaire qu'exerce la dette sur les dirigeants de la cible.

Dans les entreprises cotées, la dispersion du capital crée une distance entre les dirigeants et les actionnaires contrairement au LBO où les repreneurs choisissent de recourir à la dette plutôt que d'ouvrir le capital. Ceci évite la dilution du contrôle des principaux actionnaires et accroît leur implication dans la gestion de l'entreprise, ceci d'une part. D'autre part, les échéances de remboursement de la dette contractée suscitent une forte pression sur les dirigeants de la cible pour qu'ils dégagent les excédents de trésorerie nécessaires au remboursement de la dette. Ceci conduit les dirigeants à gérer l'entreprise le plus efficacement possible pour augmenter les flux, et donc la valeur.

3. La gestion des prix des risques financiers :

Les prix financiers englobent le prix des matières premières, le taux d'intérêt, le prix des devises. L'instabilité continue de ces prix expose l'entreprise à des pertes qui se répercutent négativement sur la richesse des actionnaires. À titre d'exemple, une augmentation non anticipée (non couverte) du prix de la matière première aura pour effet d'augmenter leur coût, de réduire la marge opérationnelle et le NOPAT. La rentabilité économique dégagée sera par voie de conséquence réduite, et si elle n'arrive pas à couvrir le coût du capital, l'entreprise détruit de la valeur.

Une stratégie d'immunisation contre ces risques permet de maximiser la création de valeur actionnariale. En effet, une couverture contre ces risques assure un cash moins volatile dans l'avenir, ce qui réduit le risque d'exploitation de l'entreprise et permet de limiter la probabilité de défaillance, et in fine, le coût de financement.

Pour gérer ces risques, une panoplie d'instruments de couverture s'offrent à l'entreprise : les options sur taux d'intérêt, les swaps de taux, les contrats d'achat de devise à terme, la diversification géographique du capital, l'emprunt dans la devise du client ...etc.

¹⁵¹P.Vernimmen, « Finance d'entreprise », éd Dalloz, paris, 2013.

Conclusion du chapitre 3:

Le VBM est un management par le cout du capital ; il intègre la démarche de création de valeur au niveau de chaque domaine d'activité stratégique (DAS) en incitant le manager à montrer en quoi le DAS en question a contribué à la création de valeur du groupe compte tenu des capitaux qui lui ont été alloués. Le VBM permet ainsi de faire ressortir les DAS créateurs de valeur et ceux qui ne le sont pas et d'orienter le choix des DAS et l'allocation des ressources lors de l'élaboration de la stratégie globale de l'entreprise.

Nous avons pu identifier, grâce à l'analyse de l'arbre de la valeur, deux types de leviers permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise ; le premier est d'ordre stratégique et repose sur le développement d'un avantage concurrentiel permettant d'améliorer les inducteurs de valeur tels que le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel,... Le deuxième est issu de la stratégie financière et repose sur l'optimisation des décisions financières notamment grâce au recours à l'effet de levier et à la rationalisation des capitaux engagés.

La construction d'un avantage concurrentiel solide, durable et non imitable permet à l'entreprise de s'assurer une position dominante qui doit se traduire par la création de rentes, c'est-à-dire par des rendements supérieurs au cout des capitaux investis. Un avantage concurrentiel repose soit sur une offre à moindre cout ou à plus forte valeur perçue par les clients. Le choix de la stratégie générique à adopter dans chaque DAS dépend de la configuration de la chaine de valeur de l'entreprise, de la capacité de la firme à optimiser le fonctionnement de chaque étape de sa chaine de valeur et à harmoniser l'enchaînement et la coordination de chacune de ses étapes.

Nous avons vu, grâce au développement des travaux de Modigliani et Miller, que le recours à l'endettement réduit le cout du capital et augmente la valeur de la firme de la somme des économies d'impôts actualisées réalisées grâce à la déductibilité des intérêts de la dette. Mais l'endettement n'est bénéfique qu'à un certain seuil. Un surendettement renchérit le cout des ressources financières à cause de l'augmentation du risque financier qu'il induit et fait apparaître des couts de faillite qui viennent compenser les économies fiscales réalisées. De surcroit, l'incapacité d'assurer le service de la dette est à l'origine d'un effet de massue qui vient appauvrir les actionnaires. La réduction des capitaux engagés quant à elle passe par la réduction du besoin en fonds de roulement et implique une sélectivité accrue des investissements. Le recours à des opérations d'ingénierie financière telles que la *defeasance* ou encore la titrisation permet également de doper la rentabilité économique grâce à la déconsolidation de certains postes du bilan.

***Chapitre 4 : Analyse et
mesure de la création de
valeur actionnariale au sein
du groupe Danone***

Introduction au chapitre 4 :

Tout au long des trois premiers chapitres, nous avons exposé l'enjeu de la problématique de la création de valeur actionnariale pour l'entreprise et ses parties prenantes, les moyens à mettre en œuvre pour la créer et les modèles développés pour la mesurer et ce exclusivement à travers une revue de la littérature. Mais qu'en est-il en pratique? Une étude sur le terrain s'impose pour mieux comprendre les implications du modèle *Shareholder* sur le management et la stratégie d'entreprise car la théorie ne saurait prendre un sens que si elle est illustrée par un cas pratique. Dans ce sens, le groupe Danone constitue un sujet d'étude très intéressant car il représente un cas typique de mutation dans le mode de gouvernance, dans le sens d'une priorité affichée par les dirigeants à la création de valeur actionnariale.

Le groupe se préoccupe énormément de son système et de ses différents mécanismes de gouvernance et y consacre une place importante dans sa politique de communication (site internet, rapports d'activités, communiqués de presse...). Le gouvernement d'entreprise de Danone a été récompensé en 2004, notamment à l'occasion des Grands Prix du gouvernement d'entreprise, par le prix "Indépendance du Conseil", le prix "Qualité et transparence de l'information et de la communication", le "Spécial SFAF*" (décerné par la Société française des Analystes Financiers) ainsi que le « Grand prix du Jury » qui distingue les meilleures pratiques tous secteurs confondus. Ces prix visent à distinguer les meilleures pratiques et les initiatives marquantes prises dans le domaine pour développer et garantir une bonne gouvernance.

Nous avons par ailleurs été encouragés à valider ce choix par l'aisance dans la collecte des données et la transparence du groupe Danone en matière de communication financière. En effet, le groupe publie périodiquement et sur une base annuelle des rapports d'activités qui contiennent des informations détaillées concernant son activité, sa situation financière, son système de gouvernance, son capital et son actionnariat.

Nous allons au cours de ce chapitre évaluer le management par la valeur financière au sein du groupe Danone. On analysera particulièrement son système de gouvernance, son actionnariat ainsi que les décisions stratégiques et financières adoptées pour créer de la valeur. On clôturera cette étude de cas par la mesure de la création de valeur actionnariale sur les quatre dernières années par l'instrumentalisation des outils pratiques déjà développés lors du deuxième chapitre.

Section 1 : Présentation du groupe DANONE

1. Naissance et développement du groupe DANONE :

Avant d'être un spécialiste de l'alimentation, DANONE est né verrier. Ainsi en 1966, le groupe industriel Boussois-Souchon-Neuvesel (BSN) est créé par la réunion des glaces de Boussois qui fabrique des verres plats et de la grande verrerie Souchon-Neuvesel qui fabrique des bouteilles.

Pressentant le déclin du verre au début des années 1970, son président-directeur général Antoine Riboud fait le choix d'orienter ses activités vers le contenu des verres creux. Cette stratégie « du contenant au contenu » a permis à l'entreprise de devenir le leader français des boissons avec les acquisitions d'Evian, dont Evian Solide (futur Blédina), de Kronenbourg et de la Société européenne de brasseries. L'acquisition de Gervais Danone en 1973 scelle la spécialisation de BSN dans l'industrie alimentaire. Cette dernière entreprise, Gervais Danone est née de la fusion en 1967 de Gervais et de Danone.

C'est en 1919 à Barcelone, et face au grand nombre d'enfants souffrant d'une infection des intestins, que IssacCarasso, crée sa société de yoghourts à base de ferment lactique, qu'il nomma « Danone » en référence à « Danon », diminutif du prénom de son fils Daniel. Son yoghourt est initialement vendu en pharmacie.

Danone fait son apparition en France le 6 février 1929 sous le nom de la Société parisienne du yoghourt Danone par Daniel Carasso. En 1979, BSN-Gervais Danone se désengage de son activité verre plat. Les glaces de Boussois quittent BSN-Gervais Danone. Le groupe entreprend ensuite dans les années 1980 une série d'acquisitions sur le marché alimentaire européen (les marques : Amora, Maille, Lapie qui chante, Carambar..., le groupe Général Biscuit, les filiales européennes de Nabisco : Belin, Jacob's, Saiwa). BSN internationalise son activité au début des années 1990 avant de devenir Danone en 1994.

En 1996, Frank Riboud prend la succession de son père et va très vite décider de se concentrer sur 3 métiers alliant fort potentiel de croissance et positionnement santé : les produits laitiers, les biscuits et les boissons. Une stratégie qui va se traduire par une cinquantaine d'acquisitions à travers le monde.

C'est en 2007 que Danone décide de se recentrer sur ses produits santé avec la cession de son pôle biscuit au producteur américain Kraft Foods et l'acquisition des sociétés du groupe Unimilk en 2010, pour créer le leader des produits laitiers en Russie et dans les pays de la zone CEI.

Le Groupe poursuit depuis 2007 sa stratégie de développement autour de ses quatre métiers, avec, notamment, l'acquisition en 2010 des sociétés du groupe Unimilk en Russie, et, en 2012, des activités de nutrition du groupe Wockhardt en Inde. 2013 a été marquée par l'accélération du développement de Danone sur le continent africain, avec d'une part la prise du contrôle exclusif de Centrale Laitière (Produits Laitiers Frais) au Maroc et, d'autre part, une prise de participation dans le groupe Fan Milk (Produits Laitiers Frais) en Afrique de l'Ouest.

Tableau 4: Evènements marquants dans l'histoire du groupe

Date	Evénement
1966	Création de Boussois Souchon Neuvesel (BSN)
1970	Entrée dans le secteur agroalimentaire
1973	Fusion avec le groupe Gervais Danone
1979-1981	Stratégie de recentrage sur l'alimentaire
1997	Recentrage autour de 3 segments : <ul style="list-style-type: none">- produits laitiers frais ;- boissons, biscuits ;- produits céréaliers.
2007	Recentrage sur l'alimentation santé : acquisition de Numico et cession du pôle Biscuits (LU)
2010	Fusion des activités Produits laitiers frais avec celles du groupe russe Unimilk

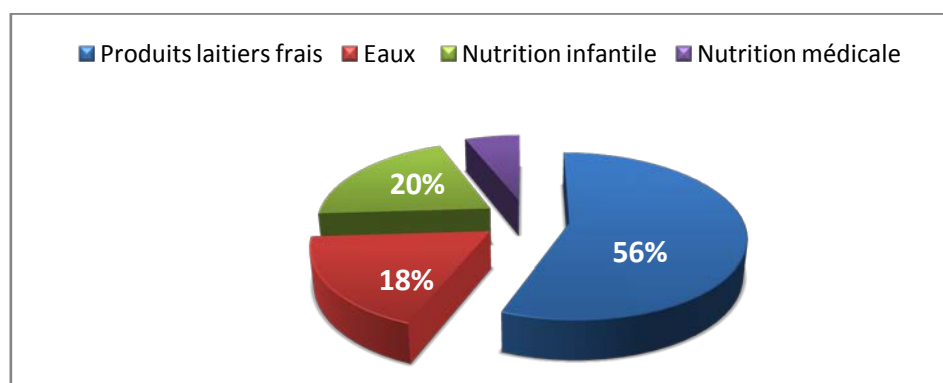
Source : www.Danone.fr consulté le 24/12/2014

2. Activités et marchés du groupe :

2.1. Le portefeuille d'activités du groupe :

Suite à son recentrage sur la nutrition santé en 2007, le groupe DANONE dispose dans son portefeuille d'activités de quatre pôles représentés par les Produits Laitiers Frais, les Eaux, la Nutrition Infantile et la Nutrition Médicale. La part de ces différentes activités dans le chiffre d'affaires du groupe en 2013 se présente comme suit :

Graphique 5 : Répartition du chiffre d'affaires par pôle d'activité



Source : Rapport annuel 2013

2.1.1. Les Produits Laitiers Frais (PLF) :

Le Pôle Produits Laitiers Frais produit et commercialise des yaourts, des produits laitiers fermentés frais et des spécialités laitières. La stratégie du Pôle repose sur le

développement de la consommation de ces produits dans chaque région du monde. Cette stratégie repose notamment sur le renforcement des marchés à fort potentiel de croissance (États-Unis, la Russie, le Brésil, le Mexique, le Japon ou l’Afrique du Sud), où la consommation par habitant de produits laitiers frais est faible, et le maintien de l’activité dans les pays matures européens, au travers notamment de la qualité des produits, de l’élargissement des gammes et de l’innovation.

2.1.2. Les Eaux :

Avec ses marques Evian, Volvic ou encore Badoit, Danone s’est positionné sur le segment des eaux minérales, naturelles ou aromatisées, et des boissons au thé ou aux fruits. Danone est désormais le second producteur mondial d’eau conditionnée. Il occupe par ailleurs une position de leader dans plusieurs pays, dont la France et l’Espagne.

La stratégie du Pôle repose avant tout sur le développement de la consommation d’eaux embouteillées, notamment dans les pays émergents et en particulier à travers la promotion des bénéfices santé liés à l’hydratation. Par ailleurs, le groupe se préoccupe de la gestion et la protection environnementale des ressources en eau naturelle de qualité, notamment à travers des innovations du *packaging* qui visent à réduire l’empreinte environnementale en réduisant le poids de ses emballages et en utilisant des matériaux d’origine végétale ou issus du recyclage.

2.1.3. La Nutrition Infantile :

Le Pôle Nutrition Infantile repose sur l’alimentation spécialisée des nourrissons et des jeunes enfants en complément de l’allaitement maternel. La catégorie des laits infantiles représente plus de 80 % de l’activité du Pôle. L’“alimentation diversifiée” représente quant à elle 16 % de l’activité et est surtout concentrée dans des pays européens. Avec ses marques Blédina (leader en France) ou Dumex, le groupe est le deuxième fabricant mondial d’aliments infantiles et est très bien implanté en Asie.

La Pôle articule sa stratégie de développement autour d’un axe principal : élaborer des produits adaptés aux premières années de l’enfant et construire la crédibilité des produits notamment auprès des leaders d’opinion, des professionnels de santé et des principaux prescripteurs de ce secteur. Le Pôle est particulièrement mobilisé dans la recherche sur l’apprentissage du goût chez les plus jeunes, et élabore des produits offrant une large palette de saveurs.

2.1.4. La Nutrition Médicale :

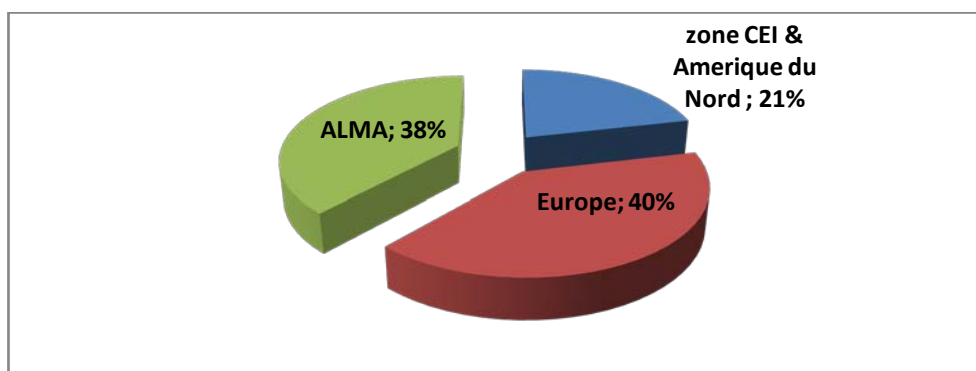
Le pôle s’adresse principalement à des personnes sous traitement médical, à des nourrissons affectés par certaines pathologies ou à des personnes fragilisées par l’âge. Les produits du pôle visent en particulier à traiter la malnutrition liée à la maladie, en répondant à des besoins alimentaires spécifiques. Ces produits sont recommandés par les professionnels de santé (médecins, personnel médical dans les hôpitaux et les cliniques, pharmaciens) et une majorité d’entre eux ouvre droit à un remboursement. Danone domine le marché européen de

la nutrition médicale à destination des patients hospitalisés, via notamment ses marques Nutricia et SHS.

2.2. Les principaux marchés du groupe :

Le groupe a poursuivi à partir de 2007 une stratégie de développement à l'international qui lui a permis d'être présent dans l'ensemble des régions du monde. Le graphique suivant reprend la répartition du chiffre d'affaires consolidé du groupe par zone géographique en 2014:

Graphique 6 : Chiffre d'affaires du groupe par zone géographique en 2014



Source : Rapport annuel 2014.

Le groupe réalise 60% de son chiffre d'affaires hors Europe. La zone Europe, incluant la Turquie, représente quant à elle 40 % du chiffre d'affaires du Groupe en 2014, repartis sur l'ensemble des quatre Pôles. Les principaux pays de la zone sont la France, l'Espagne et le Royaume-Uni

La zone CEI¹⁵² & Amérique du Nord représente 21 % du chiffre d'affaires du Groupe en 2014 grâce à une forte activité du Pole Produits Laitiers Frais sur ces marchés ;

La zone ALMA regroupant l'Asie-Pacifique, l'Amérique Latine, le Moyen-Orient et l'Afrique, représente 38 % du chiffre d'affaires du Groupe;

- En Afrique et au Moyen-Orient, le Maroc et l'Afrique du Sud sont les marchés les plus significatifs, essentiellement concentrés sur les produits laitiers frais. Le Pole « Nutrition Infantile » est également en plein développement dans cette zone *via* un modèle export ;
- En Asie Pacifique, l'Indonésie et la Chine sont les premiers pays de la zone grâce à une forte activité des pôles « Eaux » et « Nutrition Infantile » ;
- En Amérique Latine, le Mexique, l'Argentine et le Brésil sont les principaux contributeurs sur les quatre Pôles du Groupe.

¹⁵² La Communauté des États indépendants (CEI) a été créée en décembre 1991 par onze pays de l'ex-URSS : Arménie, Azerbaïdjan, Biélorussie, Kazakhstan, Kirghizstan, Moldavie, Ouzbékistan, Russie, Tadjikistan, Turkménistan, Ukraine. Elle a été rejointe en décembre 1993 par la Géorgie. Les états baltes -membres de l'Union européenne- sont les seules anciennes républiques soviétiques à ne pas être membres de la CEI. Source : Wikipédia, consulté le 13/03/2015.

Les dix principaux pays du groupe en termes de chiffre d'affaires consolidé sont la France 10 %, la Russie et les Etats-Unis avec 9 %, la Chine avec 7 %, l'Indonésie, le Royaume-Uni, l'Espagne, le Mexique, le Brésil avec 5 % et enfin l'Argentine avec 4 %.

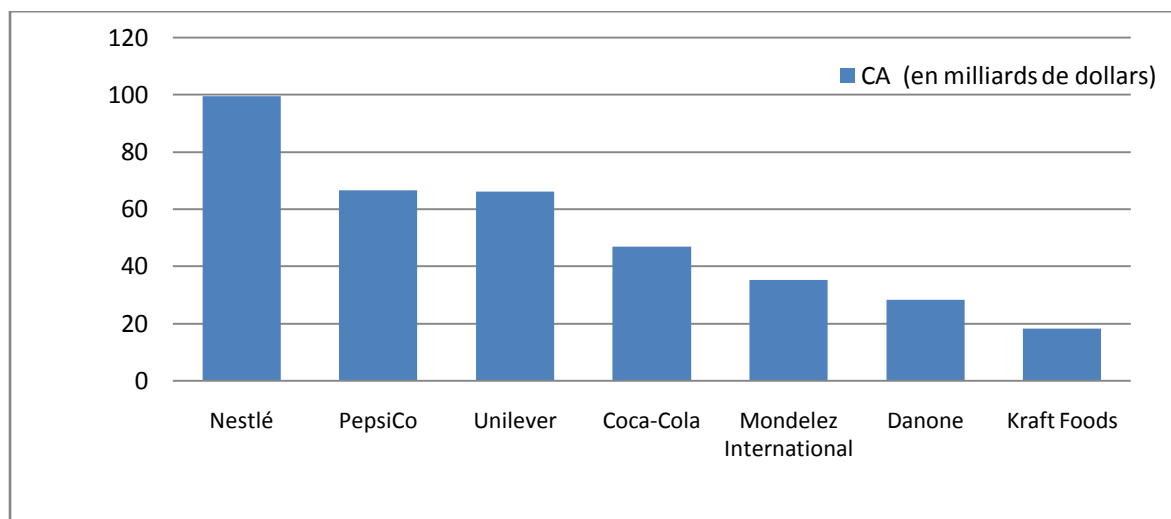
2.3. Les principaux concurrents du groupe :

Le marché agroalimentaire mondial est caractérisé par une structure oligopolistique due à une dynamique de concentration. Cette concentration s'est matérialisée par des opérations de rapprochement des entreprises et a été motivée par la volonté d'atteindre une taille critique qui conditionne grandement la capacité des entreprises multinationales à innover, à exporter et à peser face à leurs clients.

A l'instar du groupe DANONE, les firmes multinationales ont adopté depuis plusieurs années une stratégie de recentrage visant à simplifier leurs portefeuilles de produits et à les sophistiquer, accompagnée d'une implantation dans les pays à potentiel de croissance et d'une répartition géographique des activités fonctionnelles (recherche, ressources humaines, informatique, finance) selon le rapport coûts/avantages des différents pays.

Les concurrents du Groupe DANONE dans ses métiers respectifs sont de grands groupes internationaux de l'agroalimentaire et des boissons (Nestlé, PepsiCo, Coca-Cola, General Mills,...), de grands groupes dans la nutrition médicale et la Nutrition Infantile (Abbott, Mead Johnson,...), des sociétés plus locales qui sont spécialisées dans certaines gammes de produits ou certains marchés, ou des chaînes de distribution offrant des produits génériques ou leurs marques propres. La présence de nombreux acteurs, tant locaux qu'internationaux, fait du secteur des boissons et des aliments conditionnés un marché fortement concurrentiel. Le graphique suivant présente le classement du groupe face aux principaux acteurs au niveau mondial en 2013 :

Graphique 7: Classement des principaux groupes agroalimentaires



Source : Fortune Global 500¹⁵³.

¹⁵³ Fortune Global 500 est une liste de 500 entreprises mondiales classées selon l'importance de leur chiffre d'affaires. Elle est publiée chaque année par le magazine Fortune qui publie aussi un classement américain : *Fortune 500*.

2.4. Les canaux de distribution :

Pour mettre ses produits à disposition des consommateurs, le groupe Danone passe par trois canaux de distribution : la grande distribution, le commerce traditionnel et les canaux spécialisés.

2.4.1. La grande distribution :

Les grandes et moyennes surfaces (GMS) constituent le principal circuit de distribution de Danone, en particulier dans les pays matures. Le Groupe établit des partenariats globaux avec ses principaux distributeurs afin de contribuer au développement des ventes de ses produits. Ces partenariats portent notamment sur la collaboration logistique ou encore la gestion de la sécurité alimentaire.

En 2014, les dix premiers clients mondiaux du Groupe (dont cinq d'entre eux sont d'origine française) ont représenté environ 19 % de son chiffre d'affaires consolidé ; les cinq premiers clients ont représenté environ 13 % de son chiffre d'affaires consolidé.

2.4.2. Le commerce traditionnel :

Dans les pays émergents, une part significative des ventes est encore réalisée via les circuits de distribution traditionnels, grâce à des réseaux de points de vente de petite taille. Une force de distribution en propre ou des contrats d'exclusivité avec des distributeurs intermédiaires constituent pour le Groupe un atout compétitif dans les pays où le commerce traditionnel et les supermarchés non organisés représentent encore une part significative des ventes de produits alimentaires.

Le groupe français s'est également diversifié dans la livraison à domicile de bonbonnes d'eau (*Home and Office Delivery ou HOD*) en Amérique latine, notamment au Mexique, et en Asie. En mai 2013, Danone a racheté la société turque Sirma, spécialisée dans les eaux en bouteille naturelles et aromatisées, et le portage d'eau à domicile.

2.4.3. Les canaux de distribution spécialisés:

Sur les marchés de la nutrition infantile et de la nutrition médicale, une grande partie des produits sont commercialisés au travers des canaux plus spécialisés tels que des hôpitaux, des cliniques et des pharmacies.

3. Structure et ressources du groupe

3.1. Structure du groupe :

Danone SA est la société mère du groupe Danone. La société exerce essentiellement une fonction de *holding* en détenant directement ou indirectement les sociétés composant le Groupe. Au 31 décembre 2013, le Groupe se compose de 244 sociétés consolidées par intégration globale et 20 mises en équivalence.

Le Groupe est organisé autour de ses quatre Pôles d'activités, dont les principales filiales sont présentées dans **l'annexe 2**. Il s'agit, pour chacun des Pôles, des 20 filiales consolidées par intégration globale les plus importantes en termes de chiffre d'affaires net.

3.2. Les ressources humaines :

Au 31 décembre 2014, les effectifs de l'ensemble des sociétés consolidées par intégration globale du Groupe s'élèvent à 93 925 salariés (contre 85853 en 2013). Le tableau ci-après, présente la répartition des salariés par sexe aux 31 décembre 2013 et 2014 :

Tableau 5 : Répartition des effectifs par sexe

	Femmes		Hommes		Total	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Nombre total de salariés	25456	29311	60397	64614	85853	93925
Pourcentage par sexe	30%	31%	70%	69%	100%	100%

Source : Rapport annuel 2014

Tableau 6 : Répartition des effectifs par zone géographique et par pôle d'activité

Par zone géographique	2013	2014	Par pôle d'activité	2013	2014
France	10 %	9%	Produits Laitiers Frais	35%	40%
Reste de l'Europe	22%	30%	Eaux	43%	40%
Chine	12%	11%	Nutrition Infantile	14%	13%
Reste de l'Asie-Pacifique	20%	18%	Nutrition Médicale	7%	6%
Amérique du Nord et du Sud	32%	28%	Fonctions centrales	1%	1%
Afrique et Moyen-Orient	4%	4%			
	100%	100%		100%	100%

Source : Rapport annuel 2014

3.3. Usines et production :

Les sites de production du Groupe sont nombreux et dispersés géographiquement, sauf pour les Pôles Nutrition Infantile et Nutrition Médicale pour lesquels les sites sont plus concentrés. Le Groupe exploite des sites de production dans le monde entier sur ses marchés principaux. Au 31 décembre 2014, le Groupe possède 184 sites de production et loue certains sites, notamment des sites administratifs et des bases logistiques

Tableau 7 : Usines et production par pôle d'activité en 2014

	PLF	Eaux	Nutrition Infantile	Nutrition Médicale
Production	6,9 millions de tonnes	25 milliards de litres	0,8 millions de tonnes	0,1 milliard de litres
Principaux sites de production	Mexique et Brésil (12%), la Centrale Laitière au Maroc (12 %)	France (11 %), Indonésie (12 %)	Irlande (17%)	Pays-Bas (86 %)

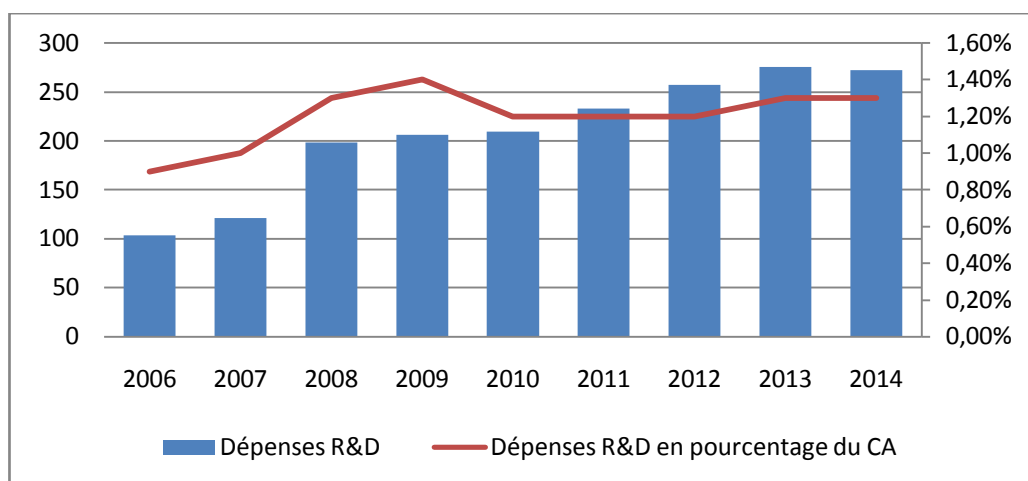
Source : réalisé par nous-mêmes sur la base du rapport annuel de 2014.

Des contrôles réguliers sont effectués sur les sites de production afin d'évaluer les possibilités d'amélioration de la qualité, de la protection de l'environnement, de la sécurité et de la productivité. Sur la base de tels contrôles, la direction établit un plan pour l'expansion, la spécialisation, la remise à niveau et la modernisation (ou la fermeture) de sites particuliers.

3.4. La recherche et développement :

Dans le cadre de son engagement d'apporter la santé par l'alimentation au plus grand nombre, le groupe accorde beaucoup d'attention à la Recherche et Développement pour laquelle il dédie une part non négligeable de son chiffre d'affaires. Le graphique suivant reprend l'évolution des dépenses R&D ainsi que leur part dans le chiffre d'affaires consolidé :

Graphique 08 : Evolution des dépenses R&D



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des rapports annuels du groupe.

La Recherche et Développement du Groupe regroupe au sein de *Danone Nutricia Research* environ 1500 personnes. Les compétences sont réparties entre deux centres internationaux de recherche (*Danone Research Centre Daniel Carasso* et *Nutricia Research*) et quatre centres spécialisés ; *Danone Research Packaging* en France, *Nutricia Research Singapore* à Singapour, *Danone Research Fresh Dairy Technological Expertise* en Espagne et *DumexResearch*, à Shanghai.

Danone encourage ainsi la recherche en nutrition, informe et forme les professionnels de santé sur des sujets liés à l'alimentation, et participe, par des actions d'éducation et d'information, à l'amélioration de l'alimentation de la population. Dans les produits laitiers frais par exemple, les champs d'investigation couvrent la digestion, la croissance, l'immunité et le développement cognitif pour l'alimentation des plus jeunes. En parallèle, les équipes de la R&D tentent de mettre au point des solutions nutritionnelles innovantes, afin d'aider les individus à vivre plus longtemps en meilleure santé.

Des équipes locales ont été mises en place dans la plupart des pays où le Groupe est présent. Leur mission principale est d'adapter les produits (texture, parfum, taille, emballage

et nutrition) aux habitudes de consommation locales et de développer des produits spécifiques à leur marche.

4. La présence de DANONE en Algérie :

L'implantation de DANONE en Algérie s'inscrit dans la stratégie du groupe agroalimentaire de renforcer ses positions dans la zone Afrique du Nord/Moyen Orient. Cette présence s'est concrétisée le 21 octobre 2001 par la signature d'un accord de partenariat entre le groupe algérien « *Batouche* » et la firme multinationale Danone qui a donné naissance à Danone Djurdjura Algérie DDA, filiale dont le capital est détenu à 51% par le groupe Danone.

Ce mode d'implantation est caractéristique de l'expansion internationale du groupe et consiste à s'appuyer sur un acteur local pour se développer dans le pays en question, le temps de s'adapter aux spécificités du marché local. En 2006, le groupe est leader des produits laitiers frais en Algérie et signe un protocole lui permettant d'augmenter sa participation à 95% dans DDA et de la consolider par intégration globale dans son bilan. En 2014, cette participation figure au bilan consolidé à 100%.

En 2006, le groupe développe encore sa présence sur le marché algérien avec l'implantation de deux nouvelles filiales: l'eau de source en bouteille avec la marque Hayat et les biscuits avec la fameuse marque Lu qui jouit d'une notoriété mondiale. Cependant, malgré le grand succès qu'a connu la marque Hayat auprès des consommateurs algériens lors de son lancement, cette filiale a fini par déposer son bilan en 2010 suite à des pertes de 3 millions d'euros par an causées par la nature très concurrentielle du marché algérien de l'eau en bouteille¹⁵⁴. Quant à la filiale biscuits, elle est sortie du portefeuille du groupe DANONE puisque ce dernier s'est désengagé de son activité de biscuits en la cédant à l'américain *Kraft Foods* en 2007, la même année de l'introduction des biscuits LU sur le marché algérien.

Aujourd'hui, Danone Djurdjura Algérie (DDA) compte plus de 900 salariés à travers le territoire national, un chiffre d'affaires de 12 milliards de dinars en 2012 et réalise une croissance annuelle à deux chiffres occupant la 20^{ème} place pour sa participation au chiffre d'affaires global de la maison-mère¹⁵⁵.

Section 2 : Gouvernance, stratégie et création de valeur au sein du groupe DANONE

1. Stratégie du groupe et création de valeur :

1.1. La période de diversification :

Depuis la création de BSN en 1966 et durant les années 70, le dirigeant du groupe, Antoine Riboud, adoptait une stratégie matérialisée par deux décisions :

¹⁵⁴ Journal LIBERTE, édition du 06/02/2010.

¹⁵⁵ Journal el Watan Economie, édition du 26/06/2013.

- Poursuivre la recherche d'une taille critique en Europe, hors France, par des acquisitions diversifiées successives ;
- Diversifier le groupe dans un nouveau domaine, l'agro-alimentaire, moins cyclique et à plus faible intensité capitalistique.

Ces décisions ont conduit le groupe BSN à adopter une stratégie conglomérale qui a fait la croissance et le succès financier du groupe. Le groupe poursuivait sa politique d'acquisitions successives en plus des investissements industriels dont le financement se faisait essentiellement par autofinancement en premier recours et par endettement bancaire en complément. Cette stratégie de financement a permis d'éviter la dilution du capital ainsi que le risque de perte de contrôle pour les actionnaires existants.

Au début des années 1990, le groupe était arrivé à gagner la confiance des marchés financiers et jouissait d'une forte crédibilité boursière qui lui offrait d'autres possibilités de financement, mais le groupe craignait surtout une forte dilution du capital qui pourrait engendrer une perte de contrôle ou une tentative d'OPA hostile. C'est ainsi que le groupe a continué à céder des actifs non stratégiques pour assurer le financement de ses acquisitions.

En 1994, BSN est devenu le groupe Danone afin de capitaliser sur une marque mondialement connue, mais le marché n'a pas été convaincu par ce changement. La succession d'Antoine Riboud par son fils a constitué aussi une certaine incertitude stratégique. De ce fait, à la fin de 1996, le cours de bourse du groupe Danone avait perdu près de 30 % par rapport à son plus haut alors que le marché était resté stable sur la même période.

1.2. Le recentrage stratégique du groupe :

Franck Riboud a succédé à son père à la tête du groupe et a annoncé une nouvelle stratégie de recentrage du périmètre d'activité visant l'amélioration de la rentabilité et de la valeur actionnariale. Il redistribue en effet les activités autour de trois pôles : produits laitiers frais, biscuits et boissons. Ce recentrage s'est traduit notamment par la cession de plus de la moitié de ses activités épicerie (pâtes, condiments, sauces) et la totalité de la confiserie. Ces actions ont contribué au redressement de la situation financière de Danone mais ont aussi amélioré la visibilité stratégique et organisationnelle du groupe.

Le groupe a ensuite procédé à une série d'acquisitions à travers le monde de manière à renforcer ses métiers de base et à accroître ses parts de marché. C'était la suite logique du recentrage de son périmètre d'activité. Sa stratégie consistait à céder les activités annexes non créatrices de valeur pour concentrer tous ses efforts de renforcement des métiers de base les plus rentables.

L'année 2007 est celle du couronnement du recentrage total sur les activités de la santé à travers 4 métiers : produits laitiers frais, alimentation infantile, eau et alimentation médicale. Ce recentrage s'est d'abord matérialisé par l'abandon et le désengagement de la quasi-totalité de l'activité biscuit et produits céréaliers (cession de Lu à Kraft Food) et ensuite par l'acquisition de Numico qui a rajouté la nutrition infantile et médicale au portefeuille du groupe. Le recentrage s'est fait aussi par des investissements dans l'eau et dans les produits

laitiers frais c'est-à-dire dans les 2 métiers à forte dimension santé et nutrition ce qui a renforcé la position du groupe Danone dans les métiers de l'alimentation Infantile et de la nutrition médicale.

Nous constatons que la décision de recentrage stratégique autour du métier de base est survenue en réponse à une pression des marchés financiers qui ont sanctionné la diversification du groupe par une baisse du cours. Le groupe a ainsi subi une force disciplinaire importante de la part du marché, notamment par le marché des prises de contrôle suite à la baisse du cours qui a fait peser un risque d'OPA.

1.3.Le développement à l'international :

Le développement de la présence du groupe dans l'ensemble des régions du monde, en particulier dans les économies à forte croissance, et l'adaptation aux habitudes de consommations locales constituent les axes stratégiques majeurs pour Danone. En 2013, la part du chiffre d'affaires réalisé hors Europe a été de 61% (dont 54% en provenance des pays émergents) alors qu'elle n'était que de 37% en 2001. Cela s'explique par la forte progression de l'activité dans les pays asiatiques et latino-américains, soutenue notamment par la croissance des pôles Produits Laitiers au Brésil (marques Danoninho et Activia) et Eaux en Indonésie (marques Aqua et Mizone).

En effet, dans un contexte de crise, la hausse du chômage en Europe a entraîné un ralentissement de la demande domestique dans de nombreux pays, surtout en Europe occidentale et a conduit à la dégradation du chiffre d'affaires réalisé dans ces pays. Pour pallier la faiblesse du marché intérieur, des relais de croissance s'imposent. C'est ainsi que le groupe, en se basant sur ses acquis en Europe, a poursuivi une stratégie de développement dans les pays émergents à fort potentiel de croissance, notamment dans l'ensemble baptisé « MICRUB » : Mexique, Indonésie, Chine, Russie, Etats-Unis et Brésil. Ces marchés sont caractérisés par un net développement économique et sociodémographique et par l'apparition de classes moyennes.

Ce développement international a été réalisé suite à une série d'acquisitions d'acteurs clés dans les pays en question. Danone a notamment renforcé sa position aux Etats-Unis, en acquérant, en mai 2013, les sociétés Happy Family, quatrième acteur sur le segment des aliments pour bébés, et YoCrunch, leader des yaourts avec « toppings (nappage) » en août 2013. En Chine, Danone a établi un partenariat avec Mengniu, afin d'y créer une joint-venture. En Turquie, après avoir déjà racheté la société Hayat, Danone a acquis Sirma, autre leader sur le marché des eaux. En juin 2012, le groupe a également procédé à une prise de contrôle majoritaire de la Centrale Laitière du Maroc, leader des produits laitiers en Afrique du nord.

1.4.Incidences de la stratégie de recentrage sur la création de valeur actionnariale :

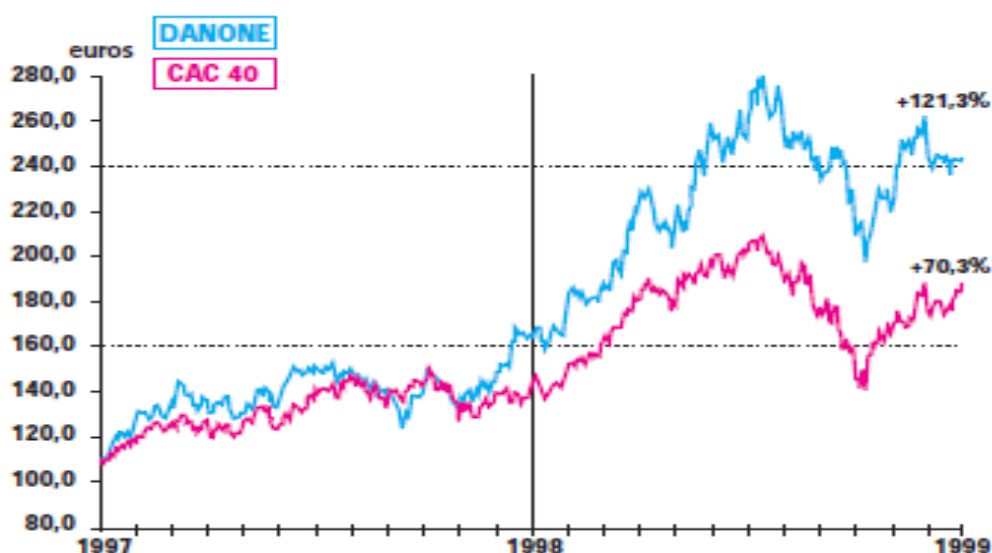
1.4.1. La performance boursière du groupe :

Le statut boursier du titre DANONE a favorablement évolué suite à la décision de recentrage. L'action a bénéficié de la faveur des investisseurs qui ont apprécié les nouvelles orientations stratégiques prises par le Groupe ainsi que la concrétisation des opérations annoncées. En l'espace de deux ans, le cours de l'action a plus que doublé et la capitalisation

boursière du Groupe est passée de 52 à plus de 100 milliards de francs. La croissance de son chiffre d'affaires s'est ainsi nettement accélérée et a atteint 5,6 %. De la même manière, les marges opérationnelles ont augmenté dans chacun des pôles, permettant au Groupe d'atteindre un niveau global de marge opérationnelle de 10 %. La rentabilité des capitaux investis quant à elle a significativement progressé passant de 7,3 % en 1996, à 7,6 % en 1997, et à 8 % en 1998.

En outre, le bénéfice n'a pas cessé d'augmenter durant les années du recentrage. Les actionnaires du groupe en ont pleinement profité puisque le groupe distribue, en moyenne, 37 % de ses bénéfices sous forme de dividendes. Un porteur d'actions DANONE, qui aurait investi en 1996, aurait en moyenne obtenu un rendement global annuel d'environ 50 % fin 1998.

Graphique 09 : Evolution du cours de l'action DANONE sur les deux premières années du recentrage



Source : rapport annuel 1998.

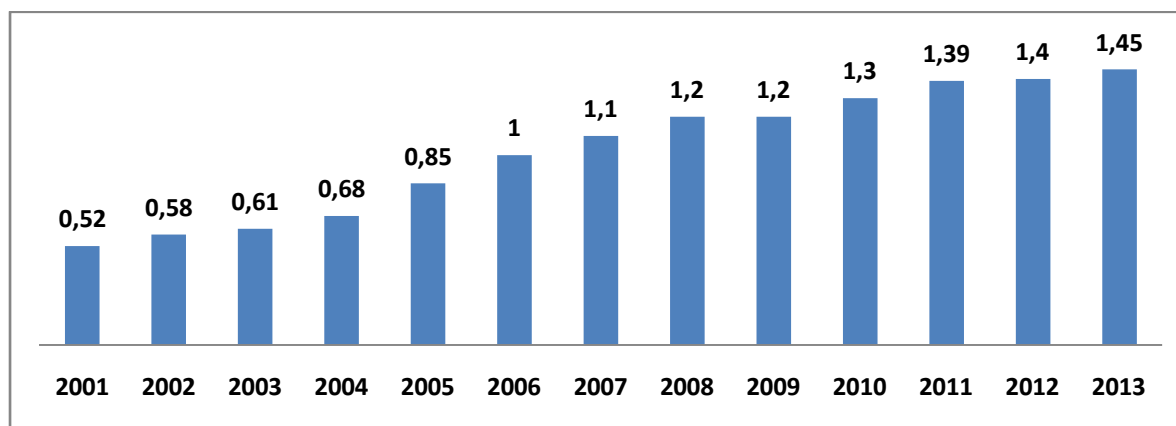
Les données financières se sont encore améliorées en 2000 malgré un contexte boursier défavorable. Cette bonne performance du groupe s'est maintenue durant toute la période de recentrage qui a duré 10 ans et qui a été très bénéfique pour le groupe Danone en termes de création de valeur actionnariale. Le *feed-back* sur l'ensemble de cette période est très significatif puisque la capitalisation boursière qui était de 8 milliards d'euros en 1996 a atteint 23 milliards d'euros en 2006, soit une multiplication par trois de la valeur de l'entreprise.

1.4.2. La politique de dividende :

Le dividende versé aux actionnaires n'a pas cessé de progresser même en cas de baisse du résultat net. C'est le cas à partir de 2007 où malgré la baisse du résultat net, le

groupe a fait l'effort de verser un dividende de 1,2 € par action à ses actionnaires alors qu'une grande partie des sociétés du CAC 40 avait opté pour la non distribution des dividendes en raison de la crise.

Graphique 10 : Evolution du dividende versé par le groupe Danone



Source : www.danone.fr consulté le 24/11/2014

Le groupe offre la possibilité à ses actionnaires de choisir entre un paiement des dividendes en numéraires ou en actions. Pour l'entreprise, le paiement en actions a l'intérêt d'éviter le décaissement de liquidités ou le recours à l'endettement d'une part. D'autre part, cette opération n'a aucune incidence financière puisque la valeur de marché de ses capitaux propres reste identique. La seule variable affectée est le nombre d'actions émises par l'entreprise qui augmente entraînant une baisse du cours des actions. Cette baisse du cours augmente la liquidité du titre puisque elle devient accessible aux petits porteurs et a un effet positif sur le cours puisque en moyenne, les annonces de dividendes par actions sont suivies d'une augmentation de 2% du cours de l'action¹⁵⁶.

L'actionnaire exerce cette option quand le cours de bourse de l'action est sensiblement supérieur au prix de l'action proposé lors du réinvestissement du dividende. L'intérêt est donc de profiter d'une décote sur le cours d'une action et d'acquérir un plus ou moins grand nombre de titres en fonction du montant de ses dividendes. En plus, cette acquisition s'effectue normalement sans frais d'acquisition sur les nouveaux titres et

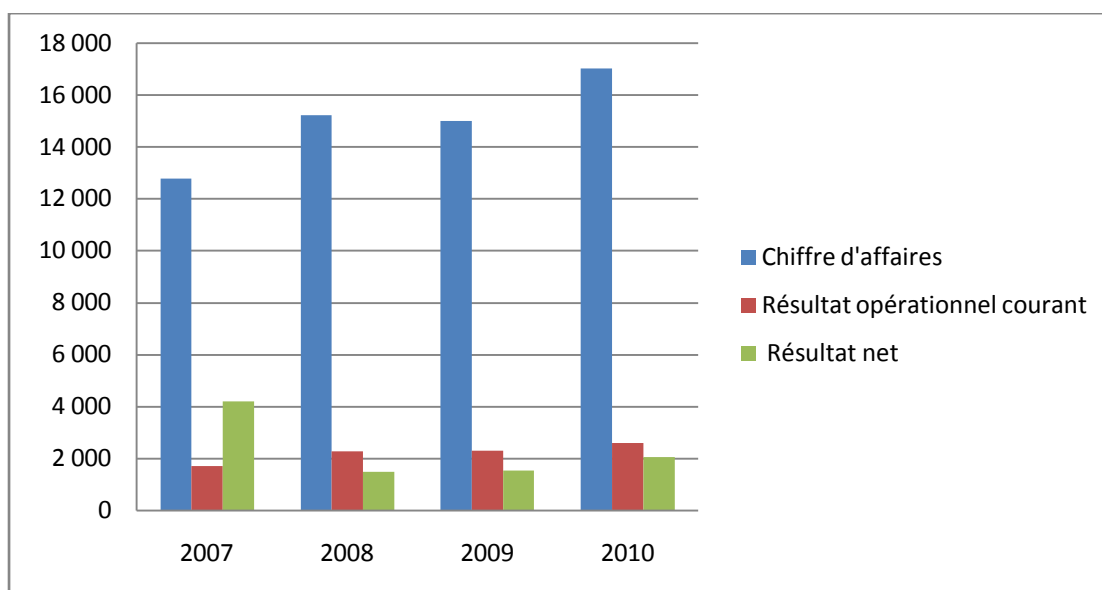
Ainsi, pour le dividende de 2013 qui s'élève à 1,45 euros par action, 65,23% des actionnaires ont opté pour un paiement des dividendes en actions. A cet effet, le groupe a procédé à une émission de nouvelles actions avec un prix d'émission de 45,62 euros. Ce dernier correspond à 90% de la moyenne des premiers cours cotés sur Euronext lors des 20 séances de bourse précédant le jour de l'Assemblée Générale diminuée du montant du dividende, et arrondi au centime d'euro supérieur.

¹⁵⁶J.Berk, P.DeMarzo, op.cit, P 594.

1.4.3. Impact de la crise des subprimes sur la performance financière du groupe :

Le groupe a globalement bien résisté à la crise financière de 2007. Ainsi, en observant l'évolution de ses indicateurs financiers, on constate que malgré une conjoncture économique difficile, le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 19,13% entre 2007 et 2008. Le résultat opérationnel courant quant à lui a connu une hausse de 33,84%. C'est au niveau du résultat net que l'effet crise s'est ressenti avec une baisse de 64,33%.

Graphique 11 : Evolution des indicateurs financiers



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des rapports annuels du groupe.

Quant aux performances boursières du groupe, elles ont été faibles, comme pour la plupart des entreprises d'ailleurs, à cause du crash boursier causé par la crise des subprimes. Le cours de l'action a ainsi entamé sa chute en fin décembre 2007 où l'action du groupe valait 58,46 euros. En juillet 2008, l'action ne valait plus que 39,18 euros, soit une perte de 32,96% en six mois. C'est en mars 2009 que le cours de l'action avait connu son niveau le plus bas puisqu'elle cotait 32,36 euros. Au total, l'action avait perdu 44,65% de sa valeur en l'espace d'une année. Cependant, cette chute est à relativiser puisque dans un marché baissier, l'action DANONE a mieux résisté que le CAC 40 tel que le montre le graphique 12.

Graphique 12 : Evolution du cours suite à la décision de recentrage



Source : www.danone.fr consulté le 20/01/2015

En conclusion, il nous paraît clair à l'issue de l'analyse de la période de recentrage que son feed-back sur la création de valeur est plus que bénéfique aussi bien pour l'entreprise en termes économiques et en données comptables, que pour les actionnaires en termes d'évolution boursière du titre Danone (relativement au CAC 40...) et de distribution de dividendes aux actionnaires.

2. La Gouvernance du groupe DANONE :

Afin de créer de la valeur pour les actionnaires, les décisions et la stratégie de l'entreprise doivent être orientées dans ce sens. Les intérêts des dirigeants doivent être alignés sur ceux des actionnaires, d'où l'intérêt de la gouvernance.

2.1. La direction du groupe :

La direction du groupe Danone est assurée par la direction générale et par le conseil d'administration. Pour les assister dans leurs réflexions et dans leurs décisions, ils se sont chacun dotés de différents comités qui ont changé plusieurs fois dans la vie du groupe Danone. Le conseil d'administration est présidé par Franck Riboud, qui exerçait également les fonctions de Directeur général jusqu'en octobre 2014. Il est doté également de plusieurs administrateurs dont le nombre et l'indépendance varient d'une période à une autre.

2.1.1. Le conseil d'administration :

Le Conseil d'Administration est responsable devant l'ensemble des actionnaires. Il se réunit au moins cinq fois par an; Il définit ses règles de fonctionnement et celles de ses différents Comités, il détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, il se prononce sur l'ensemble des décisions relatives aux grandes orientations stratégiques, économiques, sociales, financières ou technologiques de la Société.

Au sein de ce conseil, les Administrateurs ont les mêmes pouvoirs et les mêmes devoirs et prennent les décisions collectivement. Afin de les inciter à agir dans l'intérêt des

actionnaires, Chaque administrateur doit détenir au minimum 4 000 actions pour siéger au Conseil d'administration, ces actions devant être détenues sous forme nominative.

Au 19 février 2014, le Conseil d'Administration de Danone est composé de 13 Administrateurs dont huit sont considérés comme indépendants, soit un taux d'indépendance de 62 %. Par ailleurs, l'intégralité des Présidents des Comités du Conseil sont des Administrateurs indépendants. La durée de leur mandat est fixée à trois années. La présidence du Conseil est assurée par Monsieur Franck Riboud qui remplit en même temps la fonction de Directeur général du Groupe.

Le conseil d'administration s'est doté de trois comités composés uniquement d'Administrateurs : leurs membres ainsi que le président de chaque comité sont nommés par le Conseil d'Administration, sur proposition du Comité de Nomination et de Rémunération.

A. Le Comité de Nomination et de Rémunération :

Ce comité a pour mission d'émettre des propositions au CA sur l'élection ou la nomination des nouveaux représentants des actionnaires et de s'assurer de l'adéquation des moyens humains clés mis en œuvre pour répondre aux objectifs du Groupe. Il veille également à la cohérence de la politique de rémunérations des dirigeants du groupe avec les conditions de marché en vigueur dans des sociétés comparables au groupe Danone.

B. Le Comité d'audit :

La mission du comité d'audit consiste à s'assurer que les comptes du groupe Danone reflètent de manière juste et complète la réalité, apprécier les risques, examiner si les procédures de contrôle interne sont adaptées et respectées. Ce Comité est composé, en son intégralité, d'Administrateurs indépendants alors que le nombre recommandé n'est que de deux tiers.

C. Le comité de responsabilité sociale :

L'année 2006 est une grande année d'investissements de croissance pour le groupe Danone qui a été accompagnée par un changement du conseil d'administration notamment avec la création du comité de responsabilité sociale.

Ce comité est composé de quatre Administrateurs, dont trois indépendants, et a pour mission d'examiner les principaux risques et opportunités pour le groupe en matière environnementale au regard des enjeux propres à sa mission, ses activités, et en fonction des tendances observées sur le marché et de l'évolution des pratiques du secteur ; de procéder à l'examen des politiques sociales menées par le groupe ; de passer en revue les systèmes de *reporting*, et de s'assurer de l'application des règles éthiques définies par le groupe. Dans le domaine des investissements à vocation sociale, le Comité a pour mission d'évaluer l'impact de ces actions pour la société et pour le groupe ; d'examiner l'application des règles établies par le Groupe s'agissant d'investissements ou de programmes sociaux ; de prévenir les conflits d'intérêts éventuels liés aux relations entre ces investissements et le reste des activités du Groupe et plus généralement de préparer et d'éclairer les travaux du Conseil sur les investissements et programmes d'action à finalité sociale.

2.1.2. Le comité exécutif :

Le Comité exécutif de Danone assure la direction opérationnelle du groupe en mettant en œuvre la stratégie définie par le Conseil d'administration, approuve les budgets annuels, s'assure de la cohérence des actions engagées par l'ensemble des filiales et des Pôles et, en fonction des performances réalisées, décide des plans d'actions à mettre en œuvre. Présidé par Franck Riboud, le comité exécutif se réunit une fois par mois.

2.1.3. Le Système de rémunération :

le groupe Danone pratique une transparence de publication des rémunérations de l'ensemble de ces dirigeants et membres du conseil d'administration. Nous avons pu récolter l'ensemble de ces données dans les différents rapports d'activités du groupe. Les principes retenus se décomposent en quatre éléments distincts :

- ***Une rémunération fixe :***

Elle tient compte de l'expérience et qui est revue à échéances relativement longues et du niveau de responsabilité.;

- ***Une rémunération variable court-terme :***

octroyée sous condition de performance, calculée par rapport à des critères quantitatifs et qualitatifs objectifs et précis et déterminée sur la base d'objectifs économiques (chiffre d'affaires, marge opérationnelle courante et de free cash-flow), sociétaux (sécurité au travail, formation des salariés, développement des talents, environnementaux (comme la réduction de l'empreinte carbone) et managériaux (innovations produits, parts de marché, développement dans les nouvelles géographies, mise en œuvre des axes stratégiques).

- ***Une rémunération variable moyen-terme :***

Sous la forme de GPUs (*Group Performance Units*) versées sous condition de performance pluriannuelle sur trois ans. Les GPUs¹⁵⁷ ont été instituées en 2005 avec l'objectif de lier plus étroitement la rémunération des managers avec la performance économique du Groupe à moyen terme.

- ***Une rémunération variable long-terme :***

GPS (*Group Performance Shares*) sont des actions de la Société qui sont soumises à des conditions de performance bisannuelles. Elles ont été instituées en 2010 à la place du programme d'options d'achat d'actions (*Stock-options*) qui en conséquence a été fermé et dont l'autorisation d'attribution nouvelle a été supprimée.

Avec la suppression du programme de stock-options, La rémunération des dirigeants n'est plus indexée exclusivement sur un indicateur de performance à court terme, à savoir la

¹⁵⁷ Des GPUs sont attribuées sur décision du Conseil d'Administration à environ 1500 managers du Groupe chaque année. Les GPUs attribuées en 2010 (pour la période 2010, 2011 et 2012) donneront lieu en 2013 à un paiement de 30 euros par GPU, le Groupe ayant également atteint ses objectifs annuels en 2010, en 2011 et en 2012.

performance boursière du groupe. Avec ce type de rémunération, le dirigeant est exposé au risque en cas de conjoncture économique défavorable ou à cause d'autres facteurs exogènes incontrôlables. Ceci peut amener ce dernier à essayer de se prémunir contre le risque en prenant des décisions stratégiques qui vont à l'encontre de l'intérêt des actionnaires notamment à travers une stratégie de diversification non liée.

Avec le remplacement des stocks-options par des GPS (*Group Performance Shares*), les conditions d'attribution des actions sont liées à des critères de performance internes liés aux objectifs communiqués au marché par le Groupe, et sur des critères de performance externes liés à une comparaison des performances du Groupe avec celles de son panel de pairs. Ainsi pour les GPS 2013, les conditions d'attribution sont liées à hauteur de deux tiers à une croissance moyenne du CA sur 2013, 2014, et 2015 supérieure ou égale à la médiane de la croissance du CA d'un panel de 8 groupes de référence (Coca-Cola, PepsiCo, Nestlé, Unilever, CraftFoods Group, Mondelez International, General Mills Et Kellogg).

Les GPS rémunèrent donc une super-performance par rapport aux principaux concurrents du groupe et non pas une évolution favorable du cours en bourse. Le dirigeant est sécurisé et raisonne d'une manière long-termiste au lieu de se concentrer exclusivement sur des indicateurs à court terme.

A l'issue de notre analyse de la gouvernance du groupe DANONE, nous pouvons avancer que les critères et les préconisations de la bonne gouvernance d'entreprise recommandées par la commission *Cadbury*, notamment en termes d'indépendance des administrateurs, de séparation des fonctions de président général et du président du conseil d'administration, de la constitution des comités d'audit et de rémunération, sont globalement bien respectées par le groupe Danone.

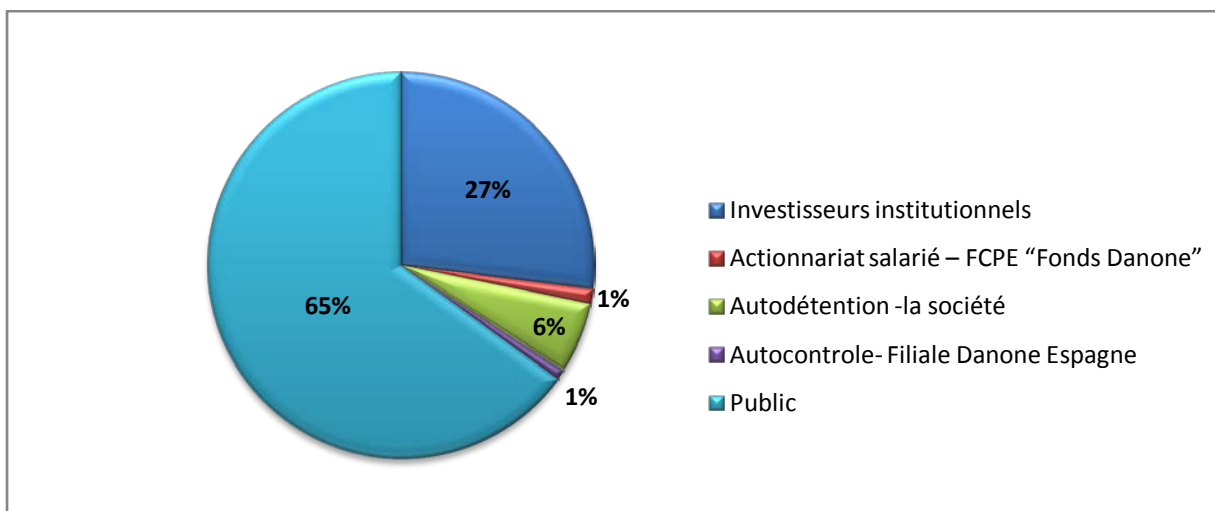
2.2.Actionnariat et structure du capital:

Le groupe Danone a cherché à garder son autocontrôle et à limiter toutes les possibilités d'intrusions importantes dans son capital ainsi que les éventuelles positions dominantes de certains actionnaires. Son capital est principalement réparti entre quatre types d'actionnaires (**graphique 13**):

- Les institutionnels ;
- L'actionnariat salarié et le fonds communs de placement de l'entreprise (FCPE¹⁵⁸) ;
- L'autocontrôle du groupe à travers sa filiale Danone Espagne.
- Le public.

Graphique 13 : La structure du capital du groupe DANONE

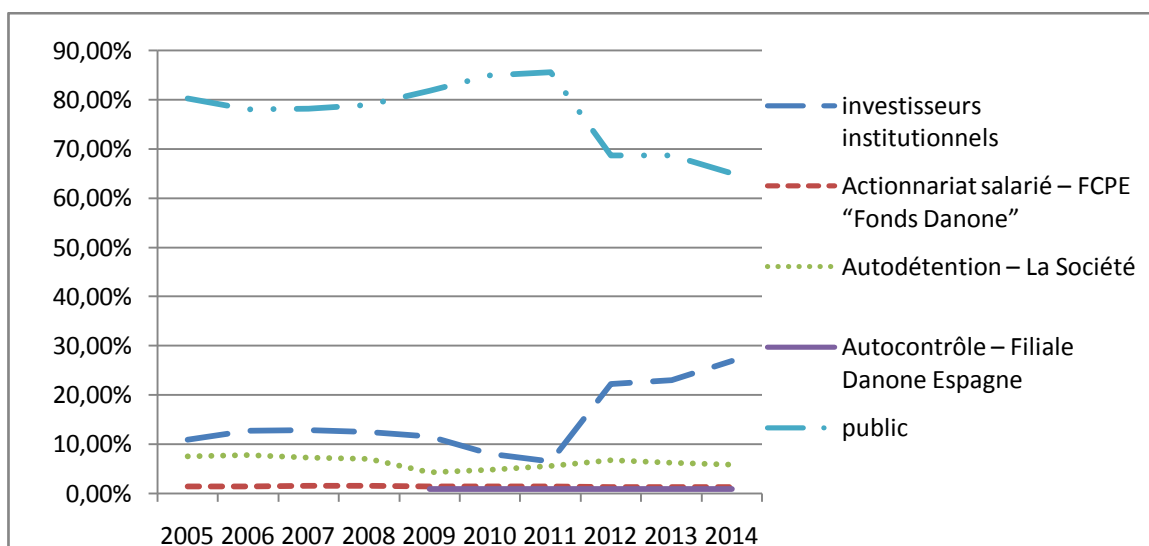
¹⁵⁸ Le Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) est un organisme sans personnalité juridique qui a pour objet de recevoir et d'investir l'épargne des salariés en valeurs mobilières, les parts du fonds étant possédées par les salariés. Lorsque l'épargne salariale est investie pour un tiers maximum en titres de l'entreprise on parle de FCPE "diversifiés". On parle de FCPE "d'actionnariat salarié" lorsque les ressources sont investies pour plus d'un tiers en titres de l'entreprise.



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base du rapport annuel de 2014.

On constate aisément la dispersion de l’actionnariat du groupe. Au 31 décembre 2014, la part détenue par le public représente 65% du capital et les investisseurs institutionnels détiennent une fraction importante du capital à hauteur de 27%. Cette configuration du capital n’est pas stable dans le temps et a beaucoup évolué au fil des ans (graphique 14).

Graphique 14: Evolution de la structure du capital du groupe



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des rapports annuels du groupe.

Avant 2011, la part du capital détenue par le public représentait en moyenne plus de 80% du capital. A partir de 2011, cette part a sensiblement baissé au profit des investisseurs institutionnels qui ont augmenté leur participation à 27%. Quant à la fraction détenue par les autres actionnaires, elle reste relativement stable.

Au 31 décembre 2014, le groupe Danone détient directement 5,9% de son capital et 5,6% de droits de vote bruts (autocontrôle) et indirectement, par l'intermédiaire de sa filiale espagnole 0,9% de son capital et 0,8% des droits de vote bruts. Soit au total 6,8% du capital et 6,4% des droits de vote bruts. Quant aux membres du Conseil d'administration et ceux du Comité Exécutif, ils contrôlent 0,09 % du capital de la Société. Ce pourcentage a considérablement baissé puisqu'il était de 16 % en 1998

2.2.1. Les dispositifs de défense en cas d'offre publique :

A première vue, il paraît que l'entreprise est opérable du fait de la dispersion de son capital et de sa sous-évaluation. En effet, Danone offre, selon Natixis, une décote de 50% par rapport à la valeur de ses actifs¹⁵⁹. Ayant laissé son capital largement ouvert, DANONE semble être à la portée de concurrents comme Nestlé ou encore PepsiCo.

En analysant les informations communiquées dans les rapports annuels, nous avons pu constater que Danone a mis en place des pullules empoisonnées « poison pills » susceptibles de décourager toute tentative de lancer une OPA. Il s'agit notamment de la limitation des droits de vote ainsi que des clauses de changement de contrôle.

a. Limitation des droits de vote :

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 18 octobre 1935 a décidé l'attribution d'un droit de vote double, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom d'un même actionnaire.

Cependant, il existe une limitation quant à l'exercice de ces droits ; aucun actionnaire ne peut exprimer au titre des droits de vote simple attachés aux actions qu'il détient, plus de 6 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la Société. Cette limite est portée à 12% lorsque l'actionnaire dispose de droits de vote doubles. Ces limitations deviennent caduques dès lors qu'une personne physique ou morale, seule ou de concert, vient à détenir au moins les deux tiers du nombre total des actions de la Société, à la suite d'une offre publique visant les actions de la Société. En résumé, si à l'issue du lancement d'une offre publique, l'initiateur ne parvient pas à détenir au moins 66% du capital, il ne pourra pas prendre le contrôle, il ne pourra exercer que 6 % des droits de vote.

b. Les clauses de changement de contrôle :

En allant un peu plus dans le détail des informations fournies par le groupe à travers ses rapports annuels, nous nous sommes aperçus qu'il existe des clauses dans des contrats signés par le groupe qui pourraient dissuader toute entreprise tentée de lancer une OPA. Il s'agit notamment des « clauses de changement de contrôle ». Ces clauses sont insérées dans les contrats régissant les relations entre le groupe et ses différentes parties prenantes telles que les salariés, les fournisseurs, les distributeurs, la banque,... et contiennent des dispositions applicables en cas de changement d'actionnariat majoritaire au sein du capital de l'entreprise.

¹⁵⁹ Journal français « L'opinion » publié le 30/06/2014.

Ces clauses sont justifiées par le caractère *intuitu personae* des contrats. C'est-à-dire au fait qu'ils n'aient été signés qu'en raison des qualités et de la personnalité du co-contractant.

Quelques contrats prévoyant cette clause ont pour effet de renchérir le coût de l'opération pour un éventuel raider. Ainsi, DANONE a signé en 2005 un accord avec le groupe *Arcor* pour créer la société commune « *Bagley Latino America* », un des *leaders* des biscuits en Amérique latine avec une participation de 49 %. En cas de changement de contrôle de la Société, le groupe *Arcor* aura le droit de faire racheter par la Société la totalité de sa participation dans la joint-venture, pour un montant équivalent à sa juste valeur.

S'agissant des contrats de financement de l'entreprise, un contrat de crédit syndiqué d'un montant en principal de 2 milliards d'euros offre aux banques prêteuses un droit de remboursement anticipé dans le cas d'un changement de contrôle de la Société, s'il est accompagné d'une dégradation de sa notation par les agences de notation au niveau *sub-investment grade*. De même, un emprunt obligataire aux Etats-Unis réalisé en juin 2012 ainsi que certaines lignes de crédit bancaire comprennent également un dispositif similaire dans le cas d'un changement de contrôle de la Société.

Dans d'autres cas, ces clauses impliquent la perte de contrôle de certaines ressources jugées stratégiques. Il s'agit dans le cadre de contrats relatifs à l'exploitation, de sources d'eau minérale, notamment *Volvic* et *Evian* en France grâce auxquelles le groupe occupe la troisième position au niveau mondial. Le Groupe entretient avec les communes où se situent ces sources des relations privilégiées et très anciennes. Un éventuel changement de contrôle pourrait avoir des conséquences considérables sur l'exploitation de ces sources.

Pour le dirigeant du groupe, ces mesures sont des protections illusoire et la meilleure protection reste la fidélisation des actionnaires par la production de bons résultats dans la durée. De surcroît, la culture du groupe joue un rôle crucial dans son développement, la suppression de cette culture par une éventuelle prise de contrôle casserait le modèle de croissance du groupe : « *Ce qui fait la force et la réussite de Danone, c'est sa culture, la qualité de ses équipes et les modes de travail et de relations qu'elles ont créés. Personne n'aurait rien à gagner à diluer cette culture dans un grand groupe* »¹⁶⁰.

2.2.2. Actionnariat salarié :

La Société réalise, chaque année, une augmentation de capital réservée aux salariés du Groupe adhérant à un Plan d'Épargne Entreprise (PEE)¹⁶¹. Au 31 décembre 2014, le nombre d'actions de la Société détenues directement ou indirectement par les salariés, notamment dans le cadre d'une gestion collective, soit dans le cadre d'un Plan d'Épargne Entreprise, soit

¹⁶⁰ Journal « Le Figaro » publié le 12/07/2005

¹⁶¹ Le plan d'épargne entreprise (PEE) est un système d'épargne collectif mis en place au sein de l'entreprise. Il permet au salarié d'augmenter ses revenus par la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières avec l'aide de l'entreprise. Les sommes versées par les salariés peuvent être investies dans l'achat d'actions de l'entreprise ; l'achat de parts dans des fonds communs de placement d'entreprise ; l'achat de SICAV ; l'achat d'actions émises par une société créée par des salariés afin de racheter leur entreprise. Les sommes peuvent également servir à l'augmentation de capital de l'entreprise.

par le biais de Fonds Communs de Placement le FCPE¹⁶² “Fonds Danone”, s’élevait à 8 579 457, soit 1,3 % du capital de la Société.

Cette politique de participation des salariés vise à motiver ces derniers et à les faire adhérer au maximum aux intérêts du groupe tout en les fidélisant dans l’entreprise.

Section 3: Mesure de la création de valeur par le groupe DANONE

Nous allons dans cette section mettre en pratique les outils techniques déjà développés dans la partie théorique en procédant au calcul de la valeur actionnariale créée au sein du groupe Danone. Pour ce faire, Nous appliquerons deux modèles parmi ceux que nous avons développés, à savoir le TSR et l’EVA.

1. Coût et rentabilité des capitaux investis du Groupe :

Avant de mettre en application les modèles de création de valeur déjà développés, un travail préliminaire s’impose et consiste en le calcul du cout et de la rentabilité des capitaux engagés dans l’activité de l’entreprise.

1.1. L’évaluation de la rentabilité des capitaux investis :

La rentabilité des capitaux engagés, rappelons-le, est mesurée par le ratio ROCE (Return On Capital Employed) représenté par le rapport entre le résultat d’exploitation net d’impôt (le NOPAT anglo-saxon, « *Net Operating Profit After Taxes* »), et le montant des capitaux engagés.

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CI}}$$

1.1.1. Les capitaux investis :

Pour le calcul du montant des capitaux investis, nous avons utilisé l’approche par le passif qui additionne le montant des fonds propres et celui des dettes financières portant intérêt.

- Les fonds propres :

Les fonds propres de l’entreprise se présentent comme suit :

Tableau 8 : Les capitaux propres du groupe

	2010	2011	2012	2013
Capital	162	161	161	158
Primes	3627	3452	3 487	2 930
Bénéfices accumulés	9251	10192	10 926	11 153
Écarts de conversion	30	-23	-136	(1 553)
Autres résultats enregistrés en capitaux propres	-117	-118	-254	-123
Actions propres et calls DANONE ¹⁶³	-1216	-1564	-1 993	-1 871
Capitaux propres - Part du Groupe	11737	12100	12 191	10684

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés du groupe.

La variation du montant du capital sur les quatre années provient des opérations de réduction du capital par annulation d'actions et aux augmentations de capital réservées aux salariés. Au cours de l'année 2013, le groupe a procédé deux fois à une réduction de capital par annulation d'actions pour un montant total de 3 263 000 euros et une augmentation de capital de 229 500 euros réservée aux salariés.

- Les dettes financières:

Dans le cadre de son activité opérationnelle, le Groupe n'a pas recours à un endettement significatif car les flux d'exploitation sont généralement suffisants pour autofinancer ses opérations et sa croissance organique. Cependant, le Groupe peut être amené à augmenter son endettement pour financer des opérations de croissance externe ou ponctuellement pour gérer son cycle de trésorerie, notamment lors du paiement des dividendes aux actionnaires de la Société. Les dettes financières, principalement constituées d'emprunts obligataires et des crédits bancaires et se présentent comme suit

:

Tableau 9: Calcul des dettes financières

	2010	2011	2012	2013
Dettes financières non courantes	6946	7166	6 346	7 065
+ Dettes financières courantes	2529	1865	3 176	4 862
- Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle- non courantes	3858	3622	1881	477
- Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle- courantes	-	-	1390	2767
= Dettes financières (1)	5617	5409	6251	8683

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés du groupe.

¹⁶³ Les « calls DANONE » concernent les options d'achats DANONE détenues par la Société en couverture de certains des plans de *stock-options*

La hausse de l'endettement en 2013 est liée en majeure partie aux acquisitions réalisées par Danone telles que la prise de contrôle de Sirma en Turquie, ou encore l'acquisition de Happy Family et de YoCrunch aux États-Unis.

Les capitaux investis dans l'activité sont constitués des dettes financières portant intérêt et des capitaux propres apportés par les actionnaires et se présentent comme suit :

Tableau 10 : Calcul des capitaux investis

	2010	2011	2012	2013
Dettes financières	5617	5409	6251	8683
Fonds propres	11737	12100	12191	10 694
Capitaux investis	17354	17509	18442	19377

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des données de notre étude.

1.1.2. Le NOPAT :

Le NOPAT mesure la performance industrielle et commerciale de l'entreprise indépendamment de toute politique financière, fiscale, de distribution de dividendes. Il est obtenu comme suit :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{IBS})$$

Le taux d'imposition en France est de 34,4 %, mais le groupe bénéficie d'un taux moyen plus favorable en raison de sa présence dans des pays où la fiscalité est moins lourde, notamment en Algérie où le taux d'IBS n'est que de 25%. Nous retiendrons ainsi pour nos calculs le taux d'imposition réel qui se présente comme suit :

Tableau 11 : Calcul du taux effectif d'imposition

	2010	2011	2012	2013
Résultat avant impôts (1)	2497	2435	2 445	1 865
Impôts sur les bénéfices (2)	578	626	712	604
Taux effectif d'imposition (tis) (2)/(1)	23,15%	25,71%	29,12%	32,39%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés du groupe.

On constate que le taux d'imposition réel a progressé de 39,91% sur les 4 années. Cette hausse significative peut être expliquée par l'augmentation de la pression fiscale, et en particulier, en France, de la limitation de la déductibilité des intérêts financiers et de la taxe sur les dividendes de 3 %. Le tableau suivant donne une estimation du NOPAT :

Tableau 12 : Le NOPAT du groupe

	2010	2011	2012	2013
Résultat opérationnel	2517	2729	2747	2128
+ Cession d'actifs d'exploitation	44	152	193	79
+ Autres produits/ charges exceptionnels opérationnels	-80	-114	-211	-681
+ Cout de restructuration	31	29	13	19
= EBIT	2512	2796	2742	1545
Taux effectif d'imposition (tis)	0,23	0,26	0,29	0,32
1- (tis)	0,77	0,74	0,71	0,68
NOPAT (EBIT* (1- tis))	1930,47	2077,15	1943,53	1044,57

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés du groupe.

La chute du NOPAT sur la dernière année est due à l'effet conjugué de la baisse du résultat opérationnel d'une part et à la hausse des charges exceptionnelles d'autre part.

Le résultat opérationnel a, malgré une hausse du chiffre d'affaire de 8,03% (20869 en 2013 contre 19318 en 2012), baissé de 22,53%. Cette baisse est imputée à la chute des ventes en Europe¹⁶⁴ qui continue de peser significativement sur la rentabilité du Groupe, et à la hausse du cout des produits vendus causée par l'inflation du prix du lait et des ingrédients laitiers très supérieure aux hypothèses initiales, et ce malgré un effort de compensation par des dynamiques de croissance fortes et par des hausses de prix sélectives et compétitives, notamment dans les pays émergents.

Quant aux charges exceptionnelles, elles sont principalement dues au plan d'économies et d'adaptation des organisations du Groupe en Europe, aux frais relatifs à la fausse alerte émise par la société *Fonterra* sur certains ingrédients fournis au Groupe en Asie, à ceux liés aux acquisitions avec prise de contrôle réalisées en 2013 et aux charges d'intégration d'*Unimilk*.

Avant de passer au calcul de la rentabilité, certains retraitements s'imposent pour mieux évaluer le montant des capitaux engagés ainsi que la rentabilité que leur usage a permis de dégager. Il va sans dire que nous ne pouvons pas, à notre niveau, effectuer tous les retraitements indiqués par le cabinet *Stern et Stewart*. Nous nous limiterons ainsi à quelques correctifs pour les principaux comptes en fonction de la disponibilité de l'information.

1.1.3. Les retraitements:

L'application par le Groupe des normes IFRS a permis de mieux rendre compte de la réalité économique de l'activité du Groupe. Dans ce sens, bon nombre de retraitements qu'il aurait été indispensable d'effectuer en l'absence de l'adoption de ce référentiel, ne sont plus nécessaires.

¹⁶⁴ Particulièrement en Europe du Sud (Espagne, Grèce, etc.), où le pouvoir d'achat s'est fortement réduit en raison de la dégradation économique et sociale qui touche ces pays.

- **Le goodwill :**

Le goodwill ne fait pas l'objet d'amortissements mais de tests de dépréciations dès l'apparition des indices de perte de valeur. Lorsque la valeur recouvrable de l'unité génératrice de trésorerie UGT à laquelle est rattaché l'écart d'acquisition, est inférieure à sa valeur comptable, une dépréciation irréversible est constatée dans la rubrique « Pertes de valeur sur les écarts d'acquisition ».

- **Les amortissements :**

La durée d'amortissement retenue pour les immobilisations correspond à leur durée d'utilité. Le Groupe applique, pour une même immobilisation, des durées d'amortissement différentes dès lors que ses composantes procurent des avantages économiques selon des rythmes différents. Les différentes durées d'amortissements retenues pour les différentes catégories d'immobilisations sont présentées dans le tableau suivant :

- constructions : 15 à 40 ans ;
- matériels, mobiliers, installations : 5 à 20 ans ;
- autres immobilisations : 3 à 10 ans.

- **Les frais de recherche et développement :**

Selon la norme IAS 38, Immobilisations incorporelles, les frais de recherche et développement ne sont enregistrés à l'actif du bilan que dans la mesure où tous les critères de reconnaissance établis sont remplis avant la mise sur le marché des produits. Cependant, le groupe constate généralement ces frais en charges de l'exercice au cours duquel ils sont encourus en raison du délai très court entre la date à laquelle la faisabilité technique est démontrée et la date de commercialisation des produits. Il convient donc de les activer et de constater la dotation aux amortissements de la période.

La durée généralement retenue pour l'amortissement des frais de R&D est comprise entre 3 et 5 ans. Pour le calcul de la dotation aux amortissements, nous avons fait le choix d'amortir ces frais sur cinq ans.

Tableau 13 : Retraitement des amortissements des frais de R&D

	2010	2011	2012	2013
Frais de recherche et développement	209	233	257	275
2010 (209/5)	41,8	41,8	41,8	41,8
2011 (233/5)	-	46,6	46,6	46,6
2012 (257/5)	-	-	51,4	51,4
2013 (275/5)	-	-	-	55
Amortissement des frais de R&D	41,8	88,4	139,8	194,8

Source : réalisé par nous-mêmes.

- **Les impôts différés :**

Les impôts différés sont enregistrés au titre des différences temporelles constatées entre les valeurs comptables et fiscales des actifs et passifs. Les impôts différés nets se présentent comme suit :

Tableau 14 : Calcul des impôts différés nets

	2010	2011	2012	2013
Impôts différés –actif	700	691	694	709
Impôts différés-passif	-1129	-1108	-1 202	-1 265
impôts différés nets	-429	-417	-508	-556

Source : Réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés

- **Résultat des sociétés mises en équivalences**

Les sociétés dans lesquelles le Groupe exerce directement ou indirectement une influence notable, ainsi que les sociétés dans lesquelles le Groupe exerce directement ou indirectement un contrôle conjoint, sont mises en équivalence. La mise en équivalence consiste à substituer à la valeur comptable des titres détenus dans une entité associée ou contrôlée conjointement le coût d'acquisition de ces titres ajusté de la quote-part du Groupe dans les variations de l'actif net de l'entité depuis son acquisition. Le résultat de ces sociétés se présente comme suit :

Tableau 15 : Le résultat des sociétés mises en équivalence

	2010	2011	2012	2013
Résultats des sociétés mises en équivalence	121	46	54	289

Source : Source : Réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés

- **Les provisions pour risques et charges**

Les provisions pour risques et charges comprennent principalement la provision au titre des plans d'options d'achat d'actions couverts par des options d'achat d'actions DANONE et des plans d'actions sous conditions de performance.

Tableau 16 : Les provisions pour risques et charges

	2010	2011	2012	2013
Provisions pour risques et charges		96	94	83

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés

Chapitre 4 : Analyse et mesure de la création de valeur au sein du groupe Danone

Les tableaux suivants présentent le résultat des retraitements du NOPAT et des capitaux investis :

Tableau 17 : Le retraitement du NOPAT

	2010	2011	2012	2013
NOPAT	1930,47	2077,15	1943,53	1044,57
+Frais de recherche et développement	209	233	257	275
- Amortissement des frais de R&D	-41,8	-88,4	-139,8	-194,8
+ Impôts différés nets	-429	-417	-508	-556
+ Résultats des sociétés mises en équivalence	121	46	54	289
= NOPAT retraité	1789,67	1850,75	1606,73	857,77

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés

Tableau 18 : Le retraitement des capitaux investis

	2010	2011	2012	2013
Capitaux investis	17354	17509	18442	19377
Provisions pour risques et charges	-	96	94	83
Intérêts ne conférant pas le contrôle	47	98	63	35
+Frais de recherche et développement	209	233	257	275
Amortissement des frais de R&D	-41,8	-88,4	-139,8	-194,8
+ Autres produits/ charges exceptionnels opérationnels	-80	-114	-211	-681
Capitaux investis retraités	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des comptes consolidés

La rentabilité économique du groupe sur les quatre années se présente comme suit :

Tableau 19: Le calcul du ROCE

	2010	2011	2012	2013
NOPAT retraité	1789,67	1850,75	1606,73	857,77
capitaux investis retraités	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2
ROCE	10,19%	10,37%	8,58%	4,38%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des données de notre étude

On constate une érosion de la rentabilité du groupe à partir de 2012 et particulièrement en 2013 où elle a baissé de près de 50% pour les raisons déjà évoquées, à savoir le renchérissement du coût des produits vendus et l'effondrement des ventes en Europe.

Après avoir déterminé le montant de capitaux investis dans l'entreprise et calculé leur rentabilité, il faut à présent déterminer ce que leur possession a coûté pour l'entreprise, pour ensuite évaluer la valeur que l'entreprise leurs a ajouté.

2. L'estimation du coût des capitaux investis :

Le cout des capitaux investis est représenté par le Cout Moyen Pondéré Du Capital (CMPC). Ce dernier est la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût des dettes. Afin de le calculer il faut déterminer, d'une part, le cout de chacune des deux sources de financement (fonds propres et dettes), et d'autre part, la part relative de ces dernières dans le financement de l'entreprise, c'est-à-dire sa structure financière.

2.1. Le coût des fonds propres :

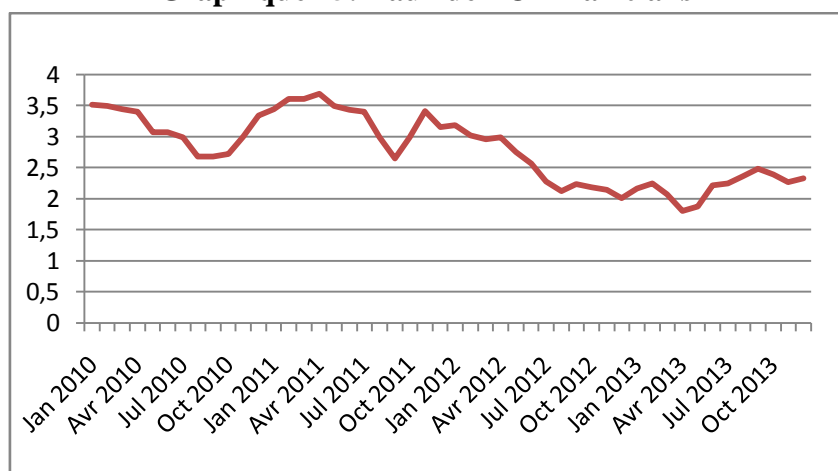
Pour l'estimation du coût des fonds propres économiques, nous utilisons le modèle d'équilibre des actifs financiers MEDAF. Rappelons d'abord que le recours à cette méthode d'évaluation nécessite de passer par l'estimation de trois paramètres : le taux de rendement d'un actif sans risque, le coefficient de risque systématique « Bêta » et la prime de risque. Le coût du capital étant donné par l'équation :

$$\text{Taux de rentabilité exigé} = \text{Taux sans risque} + \text{Bêta} * \text{la prime de risque}$$

2.1.1. Le taux sans risque

Pour disposer des taux sans risque, les praticiens retiennent les bons du Trésor ou les obligations de l'Etat du pays auquel appartient l'entreprise car ils sont considérés comme les meilleurs actifs pour rendre compte des caractéristiques théoriques d'un actif sans risque. En France, les OAT sont des emprunts d'Etat, émis pour une durée de 5 ans minimum et 50 ans maximum de titres de dette de l'Etat. Pour notre étude, nous avons opté pour les OAT à 10 ans créés par l'Agence France Trésor (AFT)¹⁶⁵ sur la période allant de janvier 2010 à décembre 2013. Le graphe suivant donne l'évolution de ce taux sur notre période d'étude :

Graphique 15: Taux de l'OAT à 10 ans



Source : banque de France

¹⁶⁵ L'AFT est chargée de la gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat.

Le taux sans risque est très inférieur à son niveau moyen historique de 4 % malgré la perte du triple A (AAA) par la France auprès des trois principales agences de notation. Ce taux est artificiellement maintenu à des niveaux bas du fait des politiques monétaires des banques centrales.

2.1.2. Le bêta :

- L'historique des cours :

Pour l'estimation du beta d'une action, nous avons retenu des observations collectées sur une période de quatre ans, allant du 04/01/2010 au 30/12/2013, à raison d'un seul cours par semaine le lundi pour éviter les fluctuations du week-end.

Nous avons par ailleurs utilisé les cours de clôture ajustés (*Ajusted Close*) disponibles sur le site *Yahoo Finance* car l'utilisation des données brutes disponibles sur le site de l'entreprise (Prix de Clôture) peut conduire à des erreurs d'analyse et d'interprétation. Ceci est dû au fait que des événements dans la vie de toute entreprise tels que la distribution d'actions gratuites, l'augmentation de capital, le fractionnements des actions ou la distribution de dividende modifient pour des raisons techniques sa valeur. L'ajustement des cours permet justement d'homogénéiser les données afin de calculer la variation réelle, et d'effectuer des comparaisons de cours entre avant et après ces opérations.

- L'indice boursier :

Les actions de la Société sont cotées sur Euronext Paris et font également l'objet d'une cotation sur la Bourse suisse SWX *Suisse Exchange*. L'action Danone (code valeur ISIN **FR0000120644**) fait partie intégrante de nombreux indices boursiers tels que le *CAC 40*, le *Dow Jones Sustainability Index*, ou encore l'*ASPI Eurozone*¹⁶⁶. L'indice de référence à retenir doit être le plus large possible. Cependant, nous avons choisi l'indice du pays auquel appartient le groupe Danone, à savoir l'indice CAC 40.

- Calcul du beta :

Plusieurs méthodes permettent l'estimation du bêta d'une société cotée. La première consiste à utiliser la formule du beta, représentée par le rapport entre la covariance du rendement de l'action et celui de l'indice boursier, et la variance de l'indice. Le calcul des taux de rendement est effectué selon les deux formules suivantes :

$$\text{Taux de rendement de l'action DANONE} = \frac{\text{Cours}_t - \text{Cours}_{t-1}}{\text{Cours}_{t-1}}$$

$$\text{Taux de rendement de l'indice} = \frac{\text{Index}_t - \text{Index}_{t-1}}{\text{Index}_{t-1}}$$

¹⁶⁶L'indice **ASPI Eurozone** est composé des 120 sociétés cotées de la zone euro ayant les meilleures performances selon les critères du développement durable.

Chapitre 4 : Analyse et mesure de la création de valeur au sein du groupe Danone

Une fois les rendements calculés, le beta de l'action DANONE est donnée par la formule suivante :

$$\beta = \frac{\text{Covariance}(R_{DANONE}, R_{CAC40})}{\text{Var}(R_{CAC40})}$$

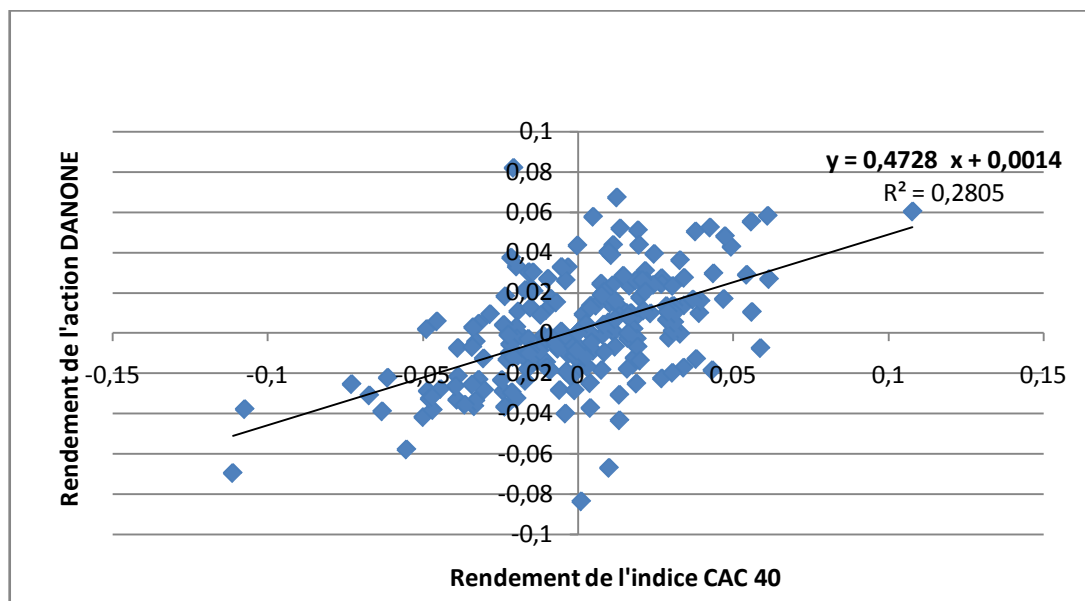
$$\beta = \frac{0,000399592}{0,000845163}$$

$$\beta = 0,47$$

Il est également possible de calculer le beta selon la méthode dite des «bêtas historiques ». Cette dernière consiste à faire une régression des rendements de l'action Danone par rapport aux rendements de l'indice de référence de la société, le CAC 40. Le modèle de régression se présente comme suit :

$$y = 0,47 X + 0,0014$$

Graphique 16 : le Beta de l'action DANONE



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des données de notre étude

Les résultats de la régression sont obtenus en utilisant le logiciel Excel qui nous affiche un bêta de **0,47**, le même résultat que la méthode précédente à quelques millièmes près. Nous constatons que le beta de l'entreprise est inférieur à 1 ce qui signifie que l'action est défensive car elle amortit les fluctuations du marché. Lorsque le marché varie de 1%, l'action DANONE varie de 0,47%. L'action est donc moins risquée que le marché et par conséquent la rentabilité exigée par les actionnaires sera plus faible.

Le calcul du coefficient de détermination de la régression vient confirmer cette conclusion. Le coefficient de détermination est de 0,28. Ceci nous indique que le modèle retenu n'explique que 28% des fluctuations du rendement de l'action. Autrement dit, la corrélation entre le rendement du marché et celui de l'action est très faible. L'action n'est donc pas sensible aux fluctuations du marché, son risque systématique est donc très faible. L'action n'est d'ailleurs pas volatile car son écart type est très faible (seulement 2,60 %).

2.1.3. La prime de risque :

La prime de risque est comme nous l'avons déjà mentionné le supplément de rentabilité exigé par un investisseur du fait de sa prise de risque supplémentaire par rapport au taux sans risque. Cette dernière est exprimée par la différence entre le taux de rendement exigé sur le portefeuille de marché et le taux sans risque.

$$\text{Prime de risque} = \text{Rendement du marché} - \text{Taux sans risque}$$

Le taux sans risque retenu pour le calcul de la prime de risque est la moyenne des taux calculés sur la période considérée. La prime de risque calculée sur notre période d'étude se présente comme suit :

Tableau 20 : Le calcul de la prime de risque

	2010	2011	2012	2013
Taux de rendement du marché¹⁶⁷	10	11,80	11,60	9,4
Taux sans risque	3,12	3,32	2,54	2,20
Prime de risque	6,88	8,48	9,06	7,2

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des données de notre étude

2.1.4. Calcul du cout des fonds propres :

Disposant des trois composantes de la formule du MEDAF, nous pouvons à présent calculer le coût des fonds propres:

$$\text{Cout des fonds propres} = \text{Taux sans risque} + \text{Bêta} * \text{la prime de risque}$$

Tableau 21: Calcul du cout des fonds propres

	2010	2011	2012	2013
Taux sans risque	3,12%	3,32%	2,54%	2,20%
Bêta	0,47	0,47	0,47	0,47
Prime De Risque	6,88%	8,48%	9,06%	7,20%
Cout des fonds propres	6,35%	7,31%	6,80%	5,58%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des données de notre étude

¹⁶⁷ www.Prime de risque.com

2.2. Calcul du cout de la dette:

La dette du Groupe Danone est notée par deux agences de notations : Standard and Poor's et Moody's. Le tableau suivant donne des notations à court terme et à long terme :

Tableau 22: La notation du groupe Danone

	Court terme	Long terme	Perspectives
Standard & Poor's	A-	A-2	Stable
Moody's	A3	-	Stable

Source : www.Reuters.com consulté le 04/10/2014.

- La notation à court terme juge de la capacité du débiteur à remplir ses engagements à moins d'un an ; les notations A3 ou A- signifient : Qualité moyenne supérieure.

- La notation à long terme estime la capacité du débiteur à remplir ses obligations à plus d'un an ; Pour A-2 signifier : Bonne capacité de remboursement.

Le groupe bénéficie d'une bonne notation auprès des agences de rating, Ce qui signifie que la dette du groupe n'est pas risquée. On peut s'attendre donc à ce que le cout de la dette ne soit pas élevé puisque la prime de risque qui sera exigée par les investisseurs sera faible.

Pour le calcul du cout de la dette, nous avons retenu le rapport entre montant des charges financières figurant au compte de résultats et celui des dettes financières portant intérêt.

Tableau 23: Calcul du cout net de la dette

Dettes financières (1)	5617	5409	6251	8683
Charges financières sur dettes financières (2)	230	241	245	269
Cout brut de la dette (2/1)	4,09%	4,46%	3,92%	3,10%
Taux effectif d'imposition (tis)	23,15%	25,71%	29,12%	32,39%
1-tis	76,85%	74,29%	70,88%	67,61%
Cout net de la dette	3,15%	3,31%	2,78%	2,09%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Nous constatons une baisse du cout brut de la dette à partir de 2012 qui trouve sa justification dans une meilleure gestion de la dette obligataire de la part du groupe mais aussi dans la baisse du taux sans risque qui était de 2,55 % en moyenne en 2012 et de 2,2% en 2013. L'entreprise en a bénéficié par l'émission de nouveaux emprunts avec un taux d'intérêt inférieur, mais aussi par le paiement d'intérêts plus bas sur les obligations à taux variable.

2.3. Calcul du CMPC :

Disposant du cout des fonds propres ainsi que de celui de la dette, nous pouvant dès à présent procéder au calcul du CMPC :

$$CMPC = K_{cp} \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + K_d \times (1 - IBS) \times \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$

Tableau 24: Calcul du cout du capital

	2010	2011	2012	2013
Cout des fonds propres	6,35%	7,31%	6,80%	5,58%
Cout net de la dette	5,72%	5,05%	3,89%	2,76%
D/CI	0,06	0,09	0,09	0,20
FP/CI	0,94	0,91	0,91	0,80
CMPC	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

3. Mesure de la création de valeur du groupe :

3.1. Analyse de la performance financière du groupe à partir des indicateurs traditionnels :

Trois mesures de performance boursière sont couramment utilisées : la rentabilité financière, le bénéfice par action (BPA) et le multiple de capitalisation ou PER (*Price Earnings Ratio*).

Tableau 25 : Les indicateurs traditionnels de performance financière du Groupe

	2010	2011	2012	2013
Résultat net – Part du Groupe	1875	1671	1672	1 422
BPA	3,05	2,77	2,78	2,42
cours moyen	39,24	43,58	46,83	53,16
PER	12,86	15,73	16,85	21,97
Capitaux propres - Part du Groupe	11737	12100	12191	10684
ROE	15,98%	13,81%	13,72%	13,31%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des Comptes consolidés

Le BPA est en baisse depuis 2010 mais le cours de l'action ne cesse d'augmenter. Cette augmentation traduit un optimisme du marché sur les performances économique futures du groupe et des anticipations de bénéfices malgré une sous performance de l'année en question.

En termes fondamentaux, le PER exprime le nombre d'années pendant lesquelles il faudra détenir l'action pour qu'elle soit remboursée par les bénéfices de l'entreprise. C'est une mesure de la création de richesse par une société. Un PER de 21,97 pour la dernière année

signifie qu'il faudrait 22 ans pour que les bénéfices de l'entreprise (dans l'hypothèse où ils restent constants) couvrent le prix de l'action.

Le PER est aussi utilisé par les analystes pour juger la cherté d'une action. Généralement un PER situé entre 10 et 17 signifie que le prix de l'action est bon. Toutefois, lorsque celui-ci dépasse 20, comme c'est le cas pour la dernière année, l'action est jugée chère. Ceci signifie que les investisseurs anticipent une croissance forte des bénéfices futurs du groupe.

3.2. Mesure de la création de valeur actionnariale:

3.2.1. Mesure de la création de valeur par l'Economic value added (EVA) :

L'EVA correspond, rappelons-le, au superprofit réalisé par les actionnaires, c'est-à-dire à leur enrichissement au-delà de la rémunération qu'ils ont exigée pour leur prise de risque. Cet indicateur est calculé comme suit :

$$EVA = (ROCE - CMPC) \times CI$$

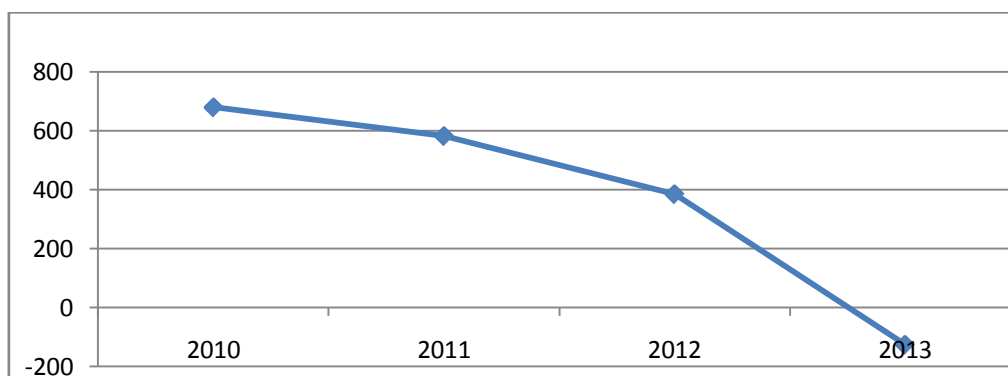
Tableau 26: Calcul de l'EVA du groupe

	2010	2011	2012	2013
Capitaux investis	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2
ROCE	10,19%	10,37%	8,58%	4,38%
CMPC	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%
EVA en % (ROCE – CMPC)	3,87%	3,26%	2,05%	-0,65%
EVA en valeur	679,36	581,78	384,56	-126,86

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

L'évolution de la création de valeur de l'entreprise durant la période d'étude considérée est représentée dans le graphique ci-dessous :

Graphique 17 : L'Economic Value Added (EVA) du groupe DANONE



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Sur les trois premières années, le groupe a été créateur de valeur et a su faire fructifier les capitaux propres apportés par les actionnaires en dégagant un surplus de rémunération après déduction du coût des ressources financières mise à sa disposition. Le groupe a donc réalisé des performances supérieures à celle attendues par le marché. Cependant, la tendance, tel que nous le montre le graphique, est baissière et d'année en année, la valeur ajoutée économique baisse jusqu'à devenir négative en 2013. Cette dernière année, le groupe a détruit de la valeur car les actifs économiques employés n'ont pas pu dégager la rentabilité escomptée par le marché.

3.2.2. Mesure de la création de valeur par le *Total Shareholder Return* (TSR):

Le TSR, ou taux de rentabilité de l'actionnaire est devenu l'axe de communication sur la valeur de toutes les grandes sociétés cotées. L'avantage de son utilisation est sa capacité d'évaluer la création de valeur à partir des données boursières intégrant aussi bien la variation des cours que les dividendes versés. La création de valeur est dans ce sens scindée en deux composantes : les plus-values de cession des titres et les dividendes représentant ensemble le véritable enrichissement de l'actionnaire.

$$TSR = \frac{(P1 - P0) + D1}{P0}$$

Pour nos calculs, nous avons supposé que la période retenue est d'une année et que l'investisseur garde l'action dans son portefeuille sur toute cette période. Les cours retenus devraient donc être le premier cours et le dernier cours de clôture de l'année. Cependant, dans le souci de neutraliser l'effet janvier qui se concentre sur le dernier jour du mois de décembre et les quatre premiers jours du mois de Janvier¹⁶⁸, nous avons retenu comme cours de clôture de début de période la moyenne des cours de clôture du mois de janvier, et comme cours de fin de période celle du mois de décembre. Le tableau ci-après reprend les résultats de nos calculs :

Tableau 27: Calcul du TSR

	2010	2011	2012	2013
Cours début de période	42,61	45,47	47,74	50,45
Cours fin de période	47,35	47,61	49,65	51,69
Dividende distribué	1,3	1,39	1,45	1,45
TSR	14,18%	7,76%	7,06%	5,34%

Source : réalisé par nous-mêmes

On ne saurait porter un jugement sur la création de valeur à partir du taux de rentabilité absolu. Il faudrait le confronter au taux de rentabilité obtenu par l'actionnaire au

¹⁶⁸ L'explication la plus généralement avancée de l'effet Janvier est d'ordre fiscal. Pour que les investisseurs institutionnels puissent déduire du résultat fiscal les moins-values sur titre, il faut que celles-ci soient réalisées. Ils vendraient ainsi en fin d'année les titres qui dégagent des pertes et les rachèteraient dans les premiers jours de Janvier. La liquidation en Décembre entrainerait une baisse des cours et à l'inverse le rachat en début d'année exerce une pression à la hausse des cours d'où l'effet Janvier.

cout du capital pour savoir si ce qui est généré par l'exploitation est suffisant pour faire face au cout de financement des projets industriels.

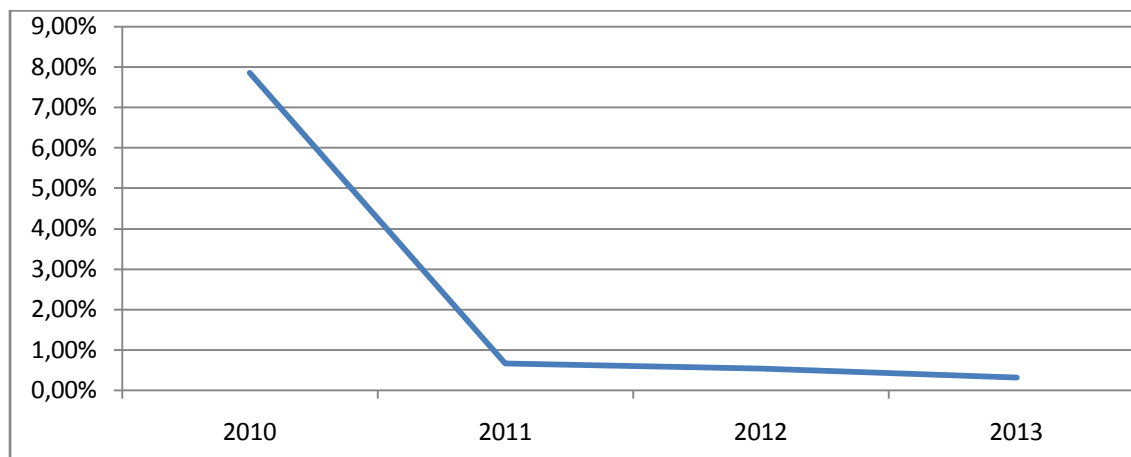
Tableau 28 : La valeur créée par le groupe selon le TSR

	2010	2011	2012	2013
TSR	14,18%	7,76%	7,06%	5,34%
CMPC	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%
TSR-CMPC	7,86%	0,65%	0,53%	0,31%

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Le graphique suivant met clairement en évidence l'évolution de la valeur créée pour l'actionnaire :

Graphique 19 : Le TSR du groupe DANONE



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Le groupe DANONE a bien atteint son objectif de création de valeur sur les quatre années, mais là encore, on retrouve cette inquiétante tendance à la baisse malgré la hausse du dividende distribué. Le taux de rentabilité de l'actionnaire a enregistré une chute en 2011 passant de 14,18% à 7,76% réduisant le surplus de richesse de 7,21%. Ce dernier est ensuite maintenu à un niveau très bas (moins de 1%).

3.3. Mesure de la création de valeur par pôle d'activité :

Les modèles de mesure de la création de valeur actionnariale utilisés, et plus particulièrement l'EVA, nous ont révélé que le groupe a créé de la valeur sur les trois premières années (2010, 2011 et 2012) et qu'il en a détruit en 2013. Nous allons dans ce qui suit approfondir encore notre analyse en essayant de comprendre la formation de cette création ou destruction de valeur. Plus précisément, il s'agira de déceler, parmi les activités du groupe, les pôles créateurs de valeur et ceux qui ne le sont pas.

Chapitre 4 : Analyse et mesure de la création de valeur au sein du groupe Danone

Pour ce faire, nous ferons encore appel au modèle EVA mais avant, nous devons estimer le montant des capitaux dédiés par le groupe à chaque pôle et le NOPAT qu'ils ont dégagé sur les quatre années, le coût du capital étant le même pour toutes les activités et correspond au CMPC déjà calculé.

3.3.1. Les capitaux investis (CI) dans chaque activité :

Le montant des capitaux investis par pôle est obtenu en multipliant les capitaux investis du groupe par le pourcentage des actifs dédiés pour chaque pôle d'activité.

$$CI \text{ par Pole} = \frac{\text{actifs par pole}}{\text{actifs du groupe}} \times CI \text{ du groupe}$$

Le tableau suivant donne le montant des capitaux investis dans chaque pôle d'activité :

Tableau 29: Les capitaux investis par pôle d'activité

	Produits Laitiers Frais				Eaux			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Actifs/ pôle	7237	7563	7354	8176	2764	2836	2820	2850
Actifs/ groupe	25815	26382	26315	26393	25815	26382	26315	26393
CI	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2
CI/ pôle	4925,08	5116,42	5230,44	6063,99	1881,02	1918,57	2005,69	2113,79
	Nutrition Infantile				Nutrition Médicale			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Actifs/ pôle	10779	10922	11100	10443	5035	5061	5041	4924
Actifs / groupe	25815	26382	26315	26393	25815	26382	26315	26393
CI	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2	17568,2	17847,6	18716,2	19575,2
CI par pôle	7335,57	7388,81	7894,73	7745,38	3426,53	3423,80	3585,35	3652,04

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des rapports annuels.

3.3.2. Le NOPAT par pôle d'activité

Pour le calcul du NOPAT pour chaque pôle, nous devons en premier lieu déterminer la contribution de chacun dans le résultat opérationnel du groupe pour trouver ensuite sa part dans le NOPAT global. Le NOPAT par pôle s'obtient ainsi comme suit :

$$NOPAT \text{ par pôle} = \frac{\text{Résultat opérationnel par pôle}}{\text{Résultat opérationnel du groupe}} \times NOPAT \text{ du groupe}$$

Tableau 30: Le NOPAT par pole d'activité

	Produits Laitiers Frais				Eaux			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
ROCE/ pole	1376	1475	1414	1219	376	424	483	509
ROCE/ groupe	2597	2843	2958	2809	2597	2843	2958	2809
NOPAT	1789,67	1850,75	1606,73	857,77	1789,67	1850,75	1606,73	857,77
NOPAT /pole	948,24	960,20	768,06	372,24	259,11	276,02	262,36	155,43
	Nutrition Infantile				Nutrition Medicale			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
ROCE par pole	637	708	830	837	208	236	231	244
ROCE du groupe	2597	2843	2958	2809	2597	2843	2958	2809
NOPAT	1789,67	1850,75	1606,73	857,77	1789,67	1850,75	1606,73	857,77
NOPAT /pole	438,98	460,90	450,84	255,59	143,34	153,63	125,47	74,51

Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des rapports annuels.

3.3.3. Création de valeur au niveau de chaque pôle :

Disposant du NOPAT et du montant des capitaux investis au niveau de chaque pole, nous pouvons à présent mesurer la valeur créée grâce au modèle EVA.

Tableau 31: l'EVA par pôle d'activité

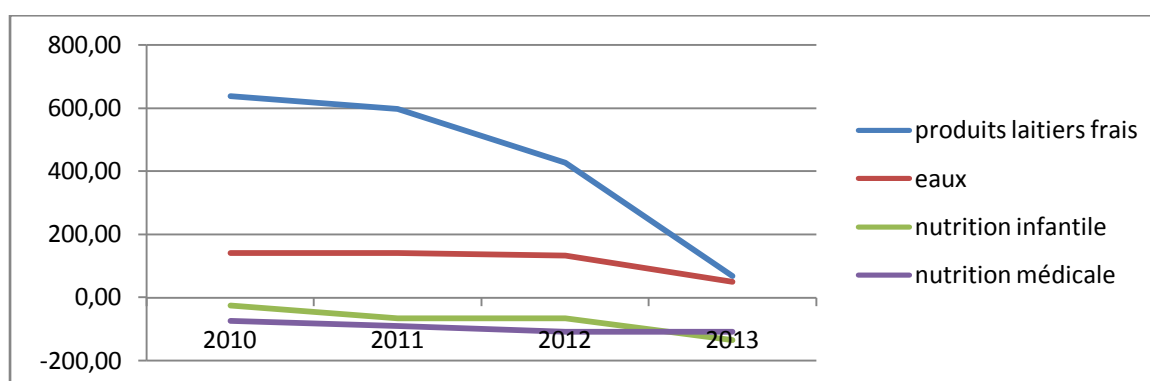
	Produits Laitiers Frais				Eaux			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
CI/ pole	4925,08	5116,42	5230,44	6063,99	1881,02	1918,57	2005,69	2113,79
NOPAT /pole	948,24	960,2	768,06	372,24	259,11	276,02	262,36	155,43
ROCE	19,25%	18,77%	14,68%	6,14%	13,77%	14,39%	13,08%	7,35%
CMPC	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%
Spread	12,93%	11,66%	8,15%	1,11%	7,45%	7,28%	6,55%	2,32%
EVA	636,97	596,42	426,51	67,22	140,23	139,61	131,39	49,11

	Nutrition Infantile				Nutrition Medicale			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
CI par pole	7335,57	7388,81	7894,73	7745,38	3426,53	3423,8	3585,35	3652,04
NOPAT /pole	438,98	460,9	450,84	255,59	143,34	153,63	125,47	74,51
ROCE	5,98%	6,24%	5,71%	3,30%	4,18%	4,49%	3,50%	2,04%
CMPC	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%	6,32%	7,11%	6,53%	5,03%
Spread	-0,34%	-0,87%	-0,82%	-1,73%	-2,14%	-2,62%	-3,03%	-2,99%
EVA	-24,63	-64,44	-64,69	-134,00	-73,22	-89,80	-108,65	-109,19

Source : Réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Le graph suivant reprend l'évolution de l'EVA en millions d'euros sur les quatre années pour chacun des pôles d'activité du groupe :

Graphique 19 : Evolution de l'EVA par pole d'activité



Source : réalisé par nous-mêmes sur la base des résultats de notre étude

Le graph apporte des éclaircissements quant à la formation de la valeur ajoutée économique au sein du groupe. Il en ressort que les deux seuls vecteurs de création de valeur dans le groupe sont les pôles « Produits Laitiers Frais » et « Eaux » qui, malgré la tendance baissière, affichent des EVA positives sur les quatre années.

Le pôle d'activité « Produits Laitiers Frais » est le pôle le plus performant en termes de création de valeur avec une rentabilité économique de 19,25% en 2010 qui a permis de dégager 636,97 millions d'euros comme supplément de rentabilité pour les actionnaires. Ceci n'est pas en soi étonnant puisque le groupe occupe une position concurrentielle plus que confortable étant leader mondial dans les produits laitiers frais. Vient ensuite le pôle « eaux » où l'EVA est moins importante et où le groupe occupe la troisième position au niveau mondial. Cependant, cette valeur créée a été en partie compensée par les deux autres pôles, « Nutrition infantile » et « Nutrition médicale » qui affichent des EVA négatives sur toute la période d'étude. Cette sous performance a conduit à tirer vers le bas l'EVA globale du groupe et a causé une destruction 126,86 millions d'euros sur la dernière année, son niveau le plus bas sur les quatre ans.

Conclusion du quatrième chapitre:

Dans le souci de créer de la valeur pour ses actionnaires, le groupe Danone s'est désengagé de certaines activités pour se recentrer sur son cœur de métier. Il s'est ainsi positionné sur l'alimentation santé, un positionnement lui a valu la position de leader mondial des produits laitiers frais et celle du troisième pour les eaux en bouteille.

La focalisation des activités de l'entreprise sur un nombre restreint de métiers a permis au groupe de rétablir aussi bien la valeur économique que la valeur financière de la firme au profit de l'ensemble des parties prenantes. L'effet bénéfique du recentrage d'activité est clairement visible à travers l'amélioration du chiffre d'affaires, des marges opérationnelles et du résultat net. Les actionnaires ont trouvé leur compte dans une politique de dividende généreuse et dans des évolutions favorables du cours boursiers qui leur ont permis d'engranger des plus-values conséquentes. De surcroit, la cession des activités qui n'appartiennent pas au cœur de métier a permis de réaliser de plus-values et de dégager des *cash-flows* qui ont servi pour le désendettement du groupe.

L'analyse de l'actionnariat du groupe montre une dispersion du capital et ne fait apparaître aucun actionnaire majoritaire. Cette dispersion améliore le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et fait peser une menace permanente de prise de contrôle, d'autant plus que le groupe est sous-évalué. Il constitue ainsi une proie facile pour des concurrents comme Nestlé ou PepsiCo. Les dispositifs anti-OPA adoptés sont représentés par des pilules empoisonnées qui consistent à limiter les droits de vote à 6% afin de limiter le pouvoir des actionnaires en place et à obliger tout initiateur d'une OPA à détenir au moins les deux tiers du capital de l'entreprise pour en prendre le contrôle. De plus, les clauses de changement de contrôle conduiraient à un renchérissement du coût de l'opération et à une perte de contrôle de certaines ressources stratégiques.

Nous avons procédé à la mesure de création de valeur de 2010 à 2013 en calculant d'abord le coût du capital et la rentabilité des capitaux engagés sur la période. Nous avons ensuite appliqué deux des modèles déjà développés à savoir *l'Economic Value Added (EVA)* et le *Total Shareholder Return (TSR)*.

L'application du modèle EVA le groupe a créé de la valeur sur les trois premières années seulement. L'année 2013 s'est soldée par une destruction de 0,65% des capitaux investis. Le modèle TSR quant à lui fait apparaître une création de valeur sur les quatre années mais toujours avec une tendance baissière. La différence entre les résultats provient de l'essence même de chaque modèle ; Le TSR mesure la valeur créée par rapport au prix décaissé en prenant en compte les flux liés aux dividendes et à l'évolution des cours. Il dépend donc largement de la performance boursière du titre. L'EVA quant à elle mesure la création de valeur par rapport aux capitaux investis en tenant compte de flux provenant de l'activité de l'entreprise. La création de valeur provient dans ce cas d'une performance économique de l'entreprise.

Conclusion Générale

L'objectif premier des firmes est toujours la survie, mais en univers financiarisé cet objectif impose une création de valeur pour l'actionnaire au moins égale à la norme sectorielle. La nécessité d'extraire un taux de rentabilité supérieur aux concurrents apparaît comme crucial pour maintenir le cours de bourse à un niveau important.

Mettre la création de valeur actionnariale au cœur des préoccupations de l'entreprise, c'est lui fixer comme objectif de rapporter à l'actionnaire non seulement un flux normal de marché, mais le maximum d'argent possible au-delà de la norme. Il s'agit donc pour l'entreprise de dégager une sur-rentabilité par rapport à la norme que le marché lui a fixée. Cette norme est représentée par le cout moyen pondéré du capital CMPC qui exprime le taux de rentabilité que les actifs doivent dégager pour assurer la rémunération des actions et des dettes compte tenu des anticipations de leurs propriétaires et de leur parts respectives dans le financement. Le CMPC est un cout d'opportunité et constitue un taux plancher, un seuil de rentabilité, un standard de conformité et un étalon de mesure de la création de valeur.

Pour mesurer la création de valeur actionnariale, nous avons exposé une panoplie de méthodes mais le modèle EVA (*Economic Value Added*) reste de loin le modèle de référence utilisé par les entreprises en interne et par les investisseurs et analystes financiers en externe. Toutefois, il apparaît que les résultats fournis par ce modèle sont contestables et d'une fiabilité relative. En effet, certaines hypothèses sous-jacentes aux modèles utilisés, notamment le MEDAF, ne sont pas vérifiées en pratique et sa mise en œuvre se heurte à de nombreuses difficultés techniques. Par exemple, plus de 160 retraitements comptables sont nécessaires. En outre, les comparaisons entre entreprises sont complexifiées par le fait qu'il n'existe pas de standards homogènes pour ces retraitements. De même, le résultat est extrêmement sensible à l'estimation du coût du capital investi mais aussi à la définition du montant des capitaux engagés. Ensuite, l'utilisation de l'EVA peut induire des biais dans la gestion de l'entreprise, allant par exemple dans le sens d'un certain court-termisme. L'engagement de dépenses d'investissement par exemple dégrade l'EVA pour l'exercice en cours, même si la valeur actuelle nette de ces investissements est très élevée.

Sur le plan organisationnel, la dominance du modèle *Shareholder* s'est traduite par l'adoption d'un management par le cout du capital orienté principalement vers la L'enrichissement des actionnaires. L'enjeu principal de ce nouveau mode de management, que l'on a qualifié de *Value Based Management*, est d'ordre stratégique et consiste à mettre en place, en interne, les éléments du pilotage de la valeur financière. Le VBM diffuse la pression actionnariale à tous les niveaux et garantit l'adhésion de toutes les parties à l'objectif de création et de préservation de la valeur par la mise en place d'un système de motivation et d'intéressement du personnel fondé sur des indicateurs de création de valeur actionnariale.

Outre la gouvernance d'entreprise, nous avons pu identifier deux leviers permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise ; le premier est d'ordre stratégique et repose sur le développement d'un avantage concurrentiel qui doit se traduire par la création de rentes, c'est-à-dire par des rendements supérieurs au cout des capitaux investis. Le deuxième repose sur l'optimisation des décisions financières, notamment grâce au recours à l'effet de levier et

à la rationalisation des capitaux engagés. Toutefois, nous avons constaté que les décisions financières ne modifient en rien les données économiques fondamentales, elles augmentent la rentabilité par des prescriptions organisationnelles destinées à économiser les ressources des capitalistes engagées dans l'entreprise. La création de valeur issue de ces décisions ne bénéficie qu'aux actionnaires et ne provient pas d'une création réelle de richesse pouvant profiter à toutes les parties prenantes.

L'une des principales implications de l'adoption du pilotage par la valeur financière est la « financiarisation des stratégies ». Cette expression désigne une profonde pénétration de la logique financière de gestion de portefeuille dans la validation des orientations stratégiques des entreprises. Les actionnaires ont fait valoir que le but premier de l'entreprise est de valoriser leur richesse et que l'entreprise ne pouvait pas mieux y contribuer qu'en réduisant son champs d'investissement en sélectionnant plus étroitement leurs cibles de développement. C'est ainsi que des mouvements de recentrage sur le cœur de métier se sont initiés à partir des années 1970 suite à l'accroissement de la taille des marchés aux dimensions du monde et à l'augmentation du niveau des investissements requis pour réussir dans chaque DAS. En se recentrant, le groupe se donne de meilleurs moyens pour occuper une position dominante et du même coup, mieux maîtriser son risque économique tout en créant de la valeur.

Le recentrage sur le cœur de métier est associé à des opérations de désinvestissement potentiellement créatrices de valeur et à l'externalisation de certaines fonctions. La recherche d'une taille critique dans les activités conservées a conduit les dirigeants des entreprises à démultiplier les opérations de fusions acquisitions. Mais malgré un objectif de création de valeur nettement affiché, les résultats restent dans l'ensemble décevants et la majorité des opérations initiées se soldent par un échec.

Dans le souci de créer de la valeur pour ses actionnaires, le groupe Danone s'est désengagé de certaines activités pour se recentrer sur son cœur de métier. Il s'est ainsi positionné sur l'alimentation santé, un positionnement qui lui a valu la position de leader mondial des produits laitiers frais et celle du troisième pour les eaux en bouteille.

La focalisation des activités de l'entreprise sur un nombre restreint de métiers a permis au groupe de rétablir aussi bien la valeur économique que la valeur financière de la firme. L'effet bénéfique du recentrage d'activité est clairement visible à travers l'amélioration du chiffre d'affaires, des marges opérationnelles et du résultat net. Les actionnaires ont trouvé leur compte dans une politique de dividende généreuse et dans des évolutions favorables du cours qui leur ont permis d'engranger des plus-values conséquentes. De surcroit, la cession des activités qui n'appartiennent pas au cœur de métier a permis de réaliser des plus-values et de dégager des *cash-flows* qui ont servi pour le désendettement du groupe.

L'application du modèle EVA a montré que le groupe a créé de la valeur sur les trois premières années seulement. L'année 2013 s'est soldée par une destruction de 0,65% des capitaux investis. Le modèle TSR quant à lui fait apparaître une création de valeur sur les quatre années mais toujours avec une tendance baissière. La différence entre les résultats provient de l'essence même de chaque modèle ; Le TSR mesure la valeur créée par rapport au

prix décaissé en prenant en compte les flux liés aux dividendes et à l'évolution des cours. Il dépend donc largement de la performance boursière du titre. L'EVA quant à elle mesure la création de valeur par rapport aux capitaux investis en tenant compte de flux provenant de l'activité de l'entreprise. La création de valeur provient dans ce cas d'une performance économique de l'entreprise.

Cette baisse de performance financière a aussi été révélée par l'utilisation d'indicateurs traditionnels tels que le ROE ou le BPA qui sont en baisse sur toute la période d'étude. Cette contre-performance, couplée d'un actionnariat diffus et d'un cours sous-évalué, expose l'entreprise à un grand risque d'OPA et fait d'elle une proie particulièrement facile pour ses principaux concurrents au niveau mondial, d'autant plus que le marché agroalimentaire mondial est caractérisé par une structure oligopolistique et par une dynamique de concentration.

En Algérie, la thématique de la création de valeur pour l'actionnaire est embryonnaire, voir quasiment inexistante. En effet, la bourse d'Alger est léthargique et n'arrive même pas à assurer sa mission première ; le financement de l'économie. Cette dernière est principalement assurée par le système bancaire et les entreprises algériennes sont très réticentes quant à ouvrir leur capital pour financer leur croissance, ceci d'une part. D'autre part, les entreprises cotées sont très peu nombreuses et le volume des transactions est tel qu'il ne garantit pas la liquidité des titres. Or, la liquidité est un critère central pour un investisseur lors de la sélection des entreprises dans lesquelles il investira. En effet, la facilité de sortir du capital d'une entreprise constitue une forte incitation à y entrer.

Cette illiquidité remet complètement à plat le principe de primauté de l'actionnaire puisque celui-ci n'a aucun moyen pour faire valoir ses intérêts et exiger une rentabilisation de ses capitaux. En effet, contrairement aux marchés financiers actifs, un actionnaire insatisfait des performances de l'entreprise ne peut pas, ou peut très difficilement revendre ses actions sans une grande perte de valeur. La bourse n'a donc aucun pouvoir disciplinaire sur les dirigeants et la création de valeur ne figure guère parmi leurs priorités ; dans un environnement caractérisé par une concurrence exacerbée, l'objectif des entreprises algériennes est plutôt la survie que toute autre chose. En conclusion, la création de valeur actionnariale est une thématique encore très loin de la réalité algérienne.

*Liste des graphiques, figures
et tableaux*

Liste des graphiques :

Numéro	Intitulé	page
Graphique 01	Le benchmarking	93
Graphique 02	La cartographie de la valeur (Value Map)	94
Graphique 03	Rémunération des dirigeants d'entreprises industrielles faisant plus de 500Millions \$ de CA en 2001	
Graphique 04	Les LBO en Europe depuis 1983	123
Graphique 05	Répartition du chiffre d'affaires par pôle d'activité	129
Graphique 06	Chiffre d'affaires du groupe par zone géographique en 2014	131
Graphique 07	Classement des principaux groupes agroalimentaires	132
Graphique 08	Evolution des dépenses R&D	135
Graphique 09	Evolution du cours de l'action DANONE sur les deux premières années du recentrage	139
Graphique 10	Evolution du dividende versé par le groupe Danone	140
Graphique 11	Evolution des principaux indicateurs financiers	141
Graphique 12	Evolution du cours en bourse suite à la décision de recentrage ¹⁴²	142
Graphique 13	Structure du capital du groupe DANONE	146
Graphique 14	Evolution de la structure du capital du groupe	146
Graphique 15	Taux de l'OAT à 10 ans	156
Graphique 16	Le Beta de l'action DANONE	158
Graphique 17	L'economic value added (EVA) du groupe DANONE	162
Graphique 18	Le TSR du groupe DANONE	164
Graphique 19	Evolution de l'EVA par pôle d'activité	167

Liste des figures :

Numéro	Intitulé	Page
Figure 01	la droite de valeur	62
Figure 02	Méthode d'évaluation du Marakon Associate	63
Figure 03	Le modèle de Fruhan-McKinsey	63
Figure 04	Découpage d'une entreprise en rivières de valeur	77
Figure 05	Les axes d'un système de management par la valeur	78
Figure 06	Les paramètres de la création de valeur	80
Figure 07	Le processus de gestion stratégique	85
Figure 08	Approche financière des stratégies et leviers de valeur	87
Figure 09	les 5 (+1) forces concurrentielles (Michael Porter)	88
Figure 10	La chaîne de valeur d'après Michael Porter	90
Figure 11	Les sept phases du processus d'acquisition	103
Figure 12	CMPC et taux d'endettement en marchés parfaits	113
Figure 13	Coût des capitaux propres en présence d'impôts	115
Figure 14	Déroulement d'une opération de défaisance	120
Figure 15	Déroulement d'une opération de titrisation	122
Figure 16	Le montage d'un LBO	124

Liste des tableaux :

Numéro	Intitulé	Page
Tableau 01	L'actionnariat aux États-Unis	12
Tableau 02	La contribution des parties prenantes à la création de valeur	23
Tableau 03	Récapitulatif des retraitements	48
Tableau 04	Evènements marquants dans l'histoire du groupe	129
Tableau 05	Répartition des effectifs par sexe	134
Tableau 06	Répartition des effectifs par zone géographique et par pôle d'activité	134
Tableau 07	Usines et production par pôle d'activité en 2014	134
Tableau 08	Les capitaux propres du groupe	150
Tableau 09	Calcul des dettes financières	150
Tableau 10	Calcul des capitaux investis	151
Tableau 11	Calcul du taux effectif d'imposition	151
Tableau 12	Le NOPAT du groupe	152
Tableau 13	Retraitement des amortissements des frais de R&D	153
Tableau 14	Calcul des impôts différés nets	154
Tableau 15	Le résultat des sociétés mises en équivalence	154
Tableau 16	Les provisions pour risques et charges	154
Tableau 17	Le retraitement du NOPAT	155
Tableau 18	Le retraitement des capitaux investis	155
Tableau 19	Le calcul du ROCE	155
Tableau 20	Le calcul de la prime de risque	159
Tableau 21	Calcul du cout des fonds propres	159
Tableau 22	La notation du groupe Danone	160
Tableau 23	Calcul du cout net de la dette	160
Tableau 24	Calcul du cout du capital	161
Tableau 25	Les indicateurs traditionnels de performance financière du Groupe	161
Tableau 26	Calcul de l'EVA du groupe	162
Tableau 27	Calcul du TSR	163
Tableau 28	La valeur créée par le groupe selon le TSR	164
Tableau 29	Les capitaux investis par pole d'activité	165
Tableau 30	Le NOPAT par pole d'activité	166
Tableau 31	l'EVA par pôle d'activité	166

Bibliographie

Ouvrages :

- Aglietta.M, Rébérioux.A : « les dérives du capitalisme financier », éd. Albin Michel, 2004.
- Albouy.M, « décisions financières et création de valeur », éd Economica, Paris, 2003.
- Atamer.T, Calori.R, « Diagnostic et décisions stratégiques », éd Dunod, Paris, 2003.
- BANCEL. F, « La gouvernance des entreprises », Economica, Paris 1997.
- Batsch.L, « finance et stratégie », éd Economica, Paris, 1999.
- Berk.J, DeMarzo.P, « Finance d'entreprise » éd. Pearson Education, Paris, 2008.
- BOGLIOLO.F, « La Création de Valeur », Editions d'Organisation, Paris, 2000.
- Caby.J, Hirigoyen.G, « création de valeur et gouvernance de l'entreprise », éd Economica, Paris, 2005.
- Charreaux.G, « le gouvernement des entreprises : théories et faits », éd Economica, Paris, 1997.
- Copland.T, Koller.T, Murrin.J, « La stratégie de la valeur », Editions d'Organisation, Paris, 2002.
- Coriat.B, Weinstein.O, « les nouvelles théories de l'entreprise », éd « Librairie Générale Française », Paris, 1995.
- Damodaran.A, "Finance d'entreprise", Ed. de boeck, Paris, 2004.
- *Denglos.G*, « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostic », éd Dunod, Paris 2003.
- *Denglos.G*, « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostic », éd Dunod, Paris 2003.
- Depret. M.H, « Gouvernement d'entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers », éd DeBoeck, Paris, 2005.
- Hoarau.C, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008.
- Hoarau.C, Teller.R, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001.
- Johnson.G, Whittington.R, Scholes.K, Fréry.F, « Stratégique », 9^eéd. Ed Pearson Education, France, 2011.

- Koenig.G, « de nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle », édition Economica, Paris, 1999.
- O.Meier, G. Schier : « fusions acquisitions : stratégie, finance, management » éd Dunod, 4eme édition, Paris.
- Pellicelli.G, «Stratégie d'entreprise », éd. De Boeck, Bruxelles, 2007.
- Pierre.F, Besançon.E, « Valorisation d'Entreprise », Ed. d'Organisation, Paris, 2004.
- Thiétart.R, Xuereb.J, « Stratégies : Concepts, méthodes, mise en œuvre », éd Dunod, Paris, 2005.
- Vernimmen.P, "Finance d'Entreprise", Ed. Dalloz, Paris, 1998.
- « Stratégor : toute la stratégie d'entreprise » 5ème édition, éd. Dunod, Paris, 2009.
- Black. A, Wright. P, Bachman. J, «*Gestion de la valeur actionnariale* », Ed.Dunod, Paris 1999.
- Gervais .M, «*La Stratégie de l'Entreprise*», Ed. Economica, Paris, 2003.
- Goffin. R., «*Principes de Finance Moderne*», Ed. Economica, Paris, 2002.
- Mathias. F., «*la Création de Valeur dans la Banque* », Ed. Entreprendre, Paris, 2008.
- Parrat. F., «*Le Gouvernement d'Entreprise*», Ed. Maxima, Paris, 1999.
- Perez. R, «*La Gouvernance d'Entreprise*», Ed. La Découverte, Paris, 2003.
- Teulie. J et Tosacalian. P., « *Finance* », Ed. Vuibert, Paris, 1997.
- Thauvron. A, «*Evaluation d'Entreprise* », Ed. Economica, Paris, 2007.

Articles et Revues :

- Coriat.B, Weinstein.O, « les théories de la firme entre contrats et compétences », revue d'économie industrielle, N°129-130, 2010. P 66.
- Lordon.F, «La création de valeur : comme rhétorique et comme pratique »
- Alexandre.H ,Paquerot.M, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », revue « Finance Contrôle Stratégie » Volume 3, N° 2, juin 2000.
- Coriat.B et Weinstein.O, « Les théories de la firme entre « contrats » et « compétences » », Revue d'économie Industrielle, N° 129-130 1^{ER} et 2^{ème} trimestres 2010.

- Reberieux.A « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale », Revue d'économie industrielle. Vol. 104. 4^{ème} trimestre 2003. P 88.
- Denglos.G, « le modèle de création de valeur EVA/MVA», LA Revue Des Sciences De Gestion, N°213, 2005, P 43-60.
- Charreaux.G, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, Décembre 2004, P 07.
- Denglos.G « Le modèle de création de valeur », Revue Des Sciences De Gestion, N° 213, 2005.
- Denglos.G, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », *La Revue des Sciences de Gestion* 2/2007 (n°224-225), p. 103-112
- M.Albouy, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur actionnariale », Revue Française de Gestion, N° 166, 2006.
- Saias.M.A, Grefouille.J, « Stratégie et création de valeur », revue française de Gestion, n° 196, 2009.
- Harlé. E, « Marier stratégie et création de valeur : le build up », Vie & sciences de l'entreprise 1/2011 (N° 187), p. 115-118.
- Ameels.M, Scheipers.G « Value-based management: control processes to create value through integration a literature review”, Vlerick Leuven Gent Management School, 2002.
- « Measuring and Managing Shareholder Value Creation”, Institute of Management Accountants, Montvale, 1997, P20.
- Jensen etMeckling, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », Journal of Financial Economics , 1976.
- O.Meier, « Gestion et valorisation des différences culturelles dans le cas des fusions-acquisitions », revue Gestion des ressources humaines, N°43. 2000. P 68-81.
- Albouy. M, « *le coût du capital* », Banque & Marchés , n° 39, Mars-Avril 1999
- F.Palpacuer, R.Perez, S.Tozalni, A.Seignour, J.Brabet, « Financiarisation et globalisation des stratégies des entreprises », 2005.
- Echkoundi. M « Le renouveau de la gouvernance d'entreprise. Vers une prise en compte des parties prenantes ». Université d'Artois
- E.JeffersD.Plihon, « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », p 142.
- G.Yahchouchi, « Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise », « Revue des Sciences de Gestion », N°224-225, 2007, P 85-92.

- G.Charreaux, « Les Théories De La Gouvernance : De La Gouvernance Des Entreprises A La Gouvernance Des Systèmes Nationaux », Cahier du FARGO, N°1040101, Décembre 2004.
- X.Hollandts, « Droits de propriété et nature de la firme : une évaluation critique de l'apport du courant Law and Economics à une théorisation du gouvernement d'entreprise », Chaire Alter-Gouvernance.
- « Création de valeur actionnariale et communication financière », Bulletin COB n° 346, Mai 2000

ANNEXES

Liste des annexes :

Annexe 1 : Evaluation des options

Annexe 2 : les filiales consolidées par pôle d'activité

Annexe 3 : Les états financiers du groupe DANONE

Annexe 4 : La feuille de calcul du bêta

Annexe 01 : Evaluation des Options

1. Définition de l'option :

Une option d'achat (de vente) est un produit dérivé qui donne à son acquéreur le droit et non pas l'obligation d'acheter (de vendre) une action à un prix déterminé, appelé prix d'exercice (*Strike*) pendant une période donnée. A la date d'échéance, appelée date d'exercice, le détenteur de l'option exercera son droit d'acheter (de vendre) seulement si le prix de l'action est supérieur (inférieur) au prix d'exercice. Un *call* est une option d'achat tandis qu'un *put* est une option de vente.

L'acheteur de l'option paie une prime (*Premium*) qu'il doit payer au vendeur à la signature du contrat. Cette prime reste définitivement acquise au vendeur, que l'option soit exercée (levée) ou non à l'échéance.

Les options sont dites « à l'européenne » si elles sont exerçables seulement à une date d'échéance fixe. Elles sont dites « à l'américaine » si elles sont exerçables à tout moment.

Cinq paramètres principaux interviennent dans la fixation du prix de l'option :

- *l'évolution du cours de l'action* : plus elle s'apprécie et plus la prime du call augmente, tandis que celle du put est en baisse ;
- *la volatilité de l'action* : plus l'action est volatile, plus la prime est élevée ;
- *le prix d'exercice* : plus il est élevé, plus la prime du call est faible et plus la prime du put est élevée ;
- *la durée de l'option* (entre la signature du contrat et l'échéance) : plus la date d'échéance est lointaine, plus la prime est élevée car on aurait pu placer les fonds mobilisés à x % plus longtemps ;
- *les taux d'intérêts pratiqués sur le marché* : une augmentation des taux entraîne une hausse de la prime de call et une baisse de la prime du put.

		Call	Put
Cours du sous-jacent	↗	↗	↘
Volatilité de l'action	↗	↗	↗
Prix d'exercice	↗	↘	↗
Durée de l'option	↗	↗	↗
Taux d'intérêt	↗	↗	↘

Une option d'achat (de vente) est dite :

- en dehors de la monnaie (*out of the money*) si le prix d'exercice PE est supérieur (inférieur) au prix du sous-jacent ;
- à parité (*at the money*) si le prix d'exercice est égal au prix du marché ;
- dans la monnaie (*in the money*) si le prix d'exercice est inférieur (supérieur) au prix du marché

	Call	Put
PE > PM	Out of the money	In the money
PE = PM	At the money	At the money
PE < PM	In the money	Out of the money

2. Le modèle de BLACK and SCHOLES :

Le modèle de Fisher Black et Myron Scholes a été publié en juin 1973 et sert de référence aux opérateurs pour déterminer la valeur des primes d'options. Depuis, les marchés d'options négociables se sont largement développés et de nombreux modèles d'évaluation d'options ont été proposés. L'étude de ces modèles dépasse largement le cadre de notre travail, et ce d'autant plus que le modèle le plus usité par les professionnels demeure toujours celui de BLACK and SCHOLES. Ce modèle a été conçu pour les options à l'européenne exerçable seulement à l'échéance¹⁶⁹. Son application repose sur quelques hypothèses :

- Le taux d'intérêt sans risque (R) est connu sur tout l'horizon de temps.
- Il n'y a pas de frais de transaction lors de l'exercice d'une option (achat ou vente).
- L'action ne donne pas droit au dividende pendant la période de l'exercice de l'option.
- Le cours de l'action suit un processus stochastique en temps continu (loi log normale)

Selon ce modèle, la valeur d'une option d'achat (call, C dans la formule) est donnée par l'expression :

$$C = P_0 \cdot N(d_1) - P_X \cdot e^{-R_f t} \cdot N(d_2)$$

Avec :

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_0}{P_X}\right) + \left(R_f + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{t}$$

Avec les notations suivantes :

P_0 : Cours actuel de l'action ;

P_X : prix d'exercice ;

t : durée de vie de l'option d'achat jusqu'à l'échéance ;

R_f : taux d'intérêt sans risque ;

σ : risque total de l'action ou volatilité ;

\ln : logarithme népérien ;

$N(d)$: fonction normale cumulée.

$N(d_1)$ est la future valeur de l'action si, et seulement si, l'option est dans la monnaie, c'est-à-dire si le prix de l'action est au-dessus du prix d'exercice à l'échéance.

$N(d_2)$ est la probabilité que le prix de l'action soit égal ou supérieur au prix d'exercice à l'échéance.

¹⁶⁹ Contrairement aux options à l'américaine exerçables à tout moment. Pour l'évaluation de ces options, on applique le modèle binomial de Cox-Ross et Rubinstein.

$e^{-R_f t}$ Actualise le prix d'exercice en soustrayant à ce dernier la rémunération du temps écoulé jusqu'à l'échéance. Cette rémunération correspond au taux sans risque.

Exemple¹⁷⁰ :

Le cours actuel d'une action P_0 est de 110 € Le prix d'exercice P_X de l'option d'achat est de 100 € le taux d'intérêt sans risque R_f est de 8%, la volatilité annualisée de l'action σ est de 40%, et l'échéance se situe dans 3mois ($t = 0,25$).

$$d_1 = \frac{\ln \left[\frac{110}{100} \right] + \left[0,08 + \frac{0,4^2}{2} \right]}{0,4\sqrt{0,25}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} = 0,677 - 0,4\sqrt{0,25} = 0,47655$$

à l'aide d'une table normale cumulée, on peut calculer les valeurs de $N(d_1)$ et $N(d_2)$:

$$N(d_1) = 0,75065$$

$$N(d_2) = 0,68316$$

$$C = 110 \times 0,75065 - 100 (e^{-0,08 \times 0,25}) 0,68316 = 15,61$$

Le prix de l'option d'achat est de **15,61 €**

¹⁷⁰ Exemple tiré de M.Albouy « Décisions financières et création de valeur », éd Economica, Paris, 2003, P 373.

Annexe 3 : Les états financiers du groupe DANONE

1. Bilan consolidé :

(en millions d'euros)	2010	2011	2012	2013
<i>Goodwill</i>	11311	11289	11 361	11 474
Marques	4267	4451	4 543	4 501
Autres immobilisations incorporelles	546	338	361	333
Immobilisations incorporelles	16124	16078	16 265	16 308
Immobilisations corporelles	3810	3916	4 115	4 334
Titres mis en équivalence	941	1030	973	1 033
Autres titres non consolidés	125	123	107	313
Autres immobilisations financières et prêts à plus d'un an	180	219	247	251
Instruments dérivés - actifs	236	257	213	130
Impôts différés	700	691	694	709
Actifs non courants	22116	22314	22 614	23 078
Stocks	975	1061	1 095	1 252
Clients et comptes rattachés	1924	1981	1 902	1 809
Autres comptes débiteurs	767	820	854	916
Prêts à moins d'un an	34	40	25	23
Placements à court terme	1111	1114	1 748	2 862
Disponibilités	1054	1027	1 269	969
Actifs détenus en vue de leur cession	39	69	30	19
Actifs courants	5904	6112	6 923	7 850
Total de l'actif	28020	29537	29 537	30 928

(en millions d'euros)	2010	2011	2012	2013
Passif et capitaux propres				
Capital	162	161	161	158
Primes	3627	3452	3 487	2 930
Bénéfices accumulés	9251	10192	10 926	11 153
Écart de conversion	30	(23)	(136)	(1 553)
Autres résultats enregistrés directement en capitaux propres	(117)	(118)	(254)	(123)
Actions propres et <i>calls</i> DANONE	(1216)	(1564)	(1 993)	(1 871)
Capitaux propres - Part du Groupe	11737	12100	12 191	10 694
Intérêts ne conférant pas le contrôle	47	98	63	35
Capitaux propres	11784	12198	12 254	10 729
Financements	2941	3431	4 442	6 576
Instruments dérivés - passifs	147	113	23	12
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle	3858	3622	1 881	477
Dettes financières non courantes	4946	7166	6 346	7 065
Provisions pour retraites et autres avantages à long terme	412	458	608	584
Impôts différés	1129	1108	1 202	1 265
Autres provisions et passifs non courants	545	534	574	678
Passifs non courants	9032	9266	8 730	9 592
Financements et instruments dérivés - passifs	3088	1865	1 786	2 095
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle	3858	-	1 390	2 767
Dettes financières courantes	2529	1865	3 176	4 862
Fournisseurs et comptes rattachés	2417	2706	2 941	3 248
Autres passifs courants	2240	2354	2 436	2 497
Passifs liés aux actifs détenus en vue de leur cession	18	37	-	-
Passifs courants	7204	6962	8 553	10 607
Total du passif et des capitaux propres	28020	28 426	29 537	30 928

2. Le compte de résultats :

(en millions d'euros sauf résultat par action en euros)	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires net	17010	19318	20 869	21 298
Cout des produits vendus	-7957	-9541	(10 409)	(10 977)
Frais sur vente	-4663	-5092	(5 474)	(5 425)
Frais généraux	-1494	-1564	(1 746)	(1 707)
Frais de recherche et de développement	-209	-233	-257	-275
Autres produits et charges	-90	-45	-25	-105
Résultat opérationnel courant	2597	2843	2 958	2 809
Autres produits et charges opérationnels	-80	-114	-211	-681
Résultat opérationnel	2517	2729	2 747	2 128
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	87	67	75	76
Cout de l'endettement financier brut	-230	-241	-245	-269
Cout de l'endettement financier net	-143	-174	-170	-193
Autres produits et charges financiers	-123	-120	-132	-70
Résultat avant impôts	2497	2435	2 445	1 865
Impôts sur les bénéfices	-578	-626	-712	-604
Résultat des sociétés intégrées	1919	1809	1 733	1 261
Résultats des sociétés mises en équivalence	121	46	54	289
Résultat net	2040	1855	1 787	1 550
Intérêts ne conférant pas le contrôle	-165	-184	-115	-128
Résultat net – Part du Groupe	1875	1671	1 672	1 422
Résultat net – Part du Groupe par action	3,05	2,77	2,78	2,42
Résultat net – Part du Groupe par action	3,05	2,77	2,77	2,42

Annexe 4 : La feuille de calcul du bêta

Date	indice CAC 40	Action DANONE	Rendement de l'indice CAC 40	Rendement de l'action DANONE
le 6 janv. 2014	4 250,60	49,85	0,0006945	-0,007960199
le 30 déc. 2013	4 247,65	50,25	-0,0070132	-0,004753417
le 23 déc. 2013	4 277,65	50,49	0,0200011	0,017533253
le 16 déc. 2013	4 193,77	49,62	0,03302206	-0,00060423
le 9 déc. 2013	4 059,71	49,65	-0,0168694	-0,023982701
le 2 déc. 2013	4 129,37	50,87	-0,03861045	-0,021730769
le 25 nov. 2013	4 295,21	52	0,00389854	-0,02512186
le 18 nov. 2013	4 278,53	53,34	-0,00319181	-0,002990654
le 11 nov. 2013	4 292,23	53,5	0,00746167	0,024315527
le 4 nov. 2013	4 260,44	52,23	-0,00298372	-0,010795455
le 28 oct. 2013	4 273,19	52,8	0,00020598	-0,018039799
le 21 oct. 2013	4 272,31	53,77	-0,0032011	0,032450077
le 14 oct. 2013	4 286,03	52,08	0,01565173	0,00969368
le 7 oct. 2013	4 219,98	51,58	0,01338296	-0,043575005
le 30 sept. 2013	4 164,25	53,93	-0,00537885	0,000556586
le 23 sept. 2013	4 186,77	53,9	-0,00401793	-0,040242165
le 16 sept. 2013	4 203,66	56,16	0,0216697	0,030647825
le 9 sept. 2013	4 114,50	54,49	0,01612915	-0,002745242
le 2 sept. 2013	4 049,19	54,64	0,02933819	-0,002555677
le 26 août 2013	3 933,78	54,78	-0,03334341	-0,036581076
le 19 août 2013	4 069,47	56,86	-0,01319628	-0,013361097
le 12 août 2013	4 123,89	57,63	0,01161276	0,000173551
le 5 août 2013	4 076,55	57,62	0,00763783	-0,018565832
le 29 juil. 2013	4 045,65	58,71	0,01935326	0,050832289
le 22 juil. 2013	3 968,84	55,87	0,01108699	0,00125448
le 15 juil. 2013	3 925,32	55,8	0,01821747	0,00685673
le 8 juil. 2013	3 855,09	55,42	0,02696964	0,027057079
le 1 juil. 2013	3 753,85	53,96	0,00399582	-0,037459864
le 24 juin 2013	3 738,91	56,06	0,02210747	0,025425279
le 17 juin 2013	3 658,04	54,67	-0,03866329	-0,007623888
le 10 juin 2013	3 805,16	55,09	-0,01741212	-0,011838565
le 3 juin 2013	3 872,59	55,75	-0,01924738	0,01051296
le 27 mai 2013	3 948,59	55,17	-0,00207239	-0,021981918
le 20 mai 2013	3 956,79	56,41	-0,01111647	-0,00159292
le 13 mai 2013	4 001,27	56,5	0,01199849	-0,007029877
le 6 mai 2013	3 953,83	56,9	0,01044736	0,017161244
le 29 avr. 2013	3 912,95	55,94	0,02700752	0,024166972
le 22 avr. 2013	3 810,05	54,62	0,04328908	-0,018684872

le 15 avr. 2013	3 651,96	55,66	-0,02073848	0,081827017
le 8 avr. 2013	3 729,30	51,45	0,01796652	0,001752336
le 1 avr. 2013	3 663,48	51,36	-0,01820755	-0,001749271
le 25 mars 2013	3 731,42	51,45	-0,01030955	-0,003293297
le 18 mars 2013	3 770,29	51,62	-0,01918299	-0,011489851
le 11 mars 2013	3 844,03	52,22	0,00101038	-0,012481089
le 4 mars 2013	3 840,15	52,88	0,03790362	0,050248262
le 25 févr. 2013	3 699,91	50,35	-0,0017187	-0,007099191
le 18 févr. 2013	3 706,28	50,71	0,01254245	0,06712963
le 11 févr. 2013	3 660,37	47,52	0,00297849	-0,016963177
le 4 févr. 2013	3 649,50	48,34	-0,03286843	-0,004530478
le 28 janv. 2013	3 773,53	48,56	-0,00122546	-0,011400651
le 21 janv. 2013	3 778,16	49,12	0,00977662	0,040237188
le 14 janv. 2013	3 741,58	47,22	0,0095952	0,004253509
le 7 janv. 2013	3 706,02	47,02	-0,00643428	-0,008016878
le 31 déc. 2012	3 730,02	47,4	0,03032111	0,013036974
le 24 déc. 2012	3 620,25	46,79	-0,01123887	-0,005737357
le 17 déc. 2012	3 661,40	47,06	0,00497354	-0,009054538
le 10 déc. 2012	3 643,28	47,49	0,01044761	0,014526811
le 3 déc. 2012	3 605,61	46,81	0,01358622	0,01232699
le 26 nov. 2012	3 557,28	46,24	0,00807073	-0,001080147
le 19 nov. 2012	3 528,80	46,29	0,05604635	0,010257529
le 12 nov. 2012	3 341,52	45,82	-0,02396621	-0,029031574
le 5 nov. 2012	3 423,57	47,19	-0,01972535	0,032829941
le 29 oct. 2012	3 492,46	45,69	0,01670116	0,023292273
le 22 oct. 2012	3 435,09	44,65	-0,01982275	0,002694812
le 15 oct. 2012	3 504,56	44,53	0,03407414	-0,017431598
le 8 oct. 2012	3 389,08	45,32	-0,01965844	-0,00307963
le 5 oct. 2012	3 457,04	45,46	0	0
le 1 oct. 2012	3 457,04	45,46	0,03046959	0,000880669
le 24 sept. 2012	3 354,82	45,42	-0,04981987	-0,041974267
le 17 sept. 2012	3 530,72	47,41	-0,01420044	0,020447697
le 10 sept. 2012	3 581,58	46,46	0,017769	-0,015886465
le 3 sept. 2012	3 519,05	47,21	0,03105122	0,005109644
le 27 août 2012	3 413,07	46,97	-0,00586623	-0,028541882
le 20 août 2012	3 433,21	48,35	-0,01581536	0,030038347
le 13 août 2012	3 488,38	46,94	0,01535676	0,009679501
le 6 août 2012	3 435,62	46,49	0,01820585	-0,012531861
le 30 juil. 2012	3 374,19	47,08	0,02865688	0,006412997
le 23 juil. 2012	3 280,19	46,78	0,02702034	-0,022770002
le 16 juil. 2012	3 193,89	47,87	0,00411216	0,013336156
le 9 juil. 2012	3 180,81	47,24	0,00379325	0
le 2 juil. 2012	3 168,79	47,24	-0,00871537	0,016788635
le 25 juin 2012	3 196,65	46,46	0,03421334	0,02719434

le 18 juin 2012	3 090,90	45,23	0,00106231	-0,083856593
le 11 juin 2012	3 087,62	49,37	0,0117738	0,016261836
le 4 juin 2012	3 051,69	48,58	0,0343064	0,013561444
le 28 mai 2012	2 950,47	47,93	-0,03197898	-0,023431133
le 21 mai 2012	3 047,94	49,08	0,01327793	0,008216927
le 14 mai 2012	3 008,00	48,68	-0,03890701	-0,033359809
le 7 mai 2012	3 129,77	50,36	-0,01018352	0,011041959
le 30 avr. 2012	3 161,97	49,81	-0,03193245	0,004436378
le 23 avr. 2012	3 266,27	49,59	0,02436508	0,02374071
le 16 avr. 2012	3 188,58	48,44	-0,00015992	0,043290976
le 10 avr. 2012	3 189,09	46,43	-0,03937575	-0,026624738
le 2 avr. 2012	3 319,81	47,7	-0,03037552	-0,012831126
le 26 mars 2012	3 423,81	48,32	-0,01506539	0,021996616
le 19 mars 2012	3 476,18	47,28	-0,03300573	-0,033919085
le 12 mars 2012	3 594,83	48,94	0,03078154	0,013250518
le 5 mars 2012	3 487,48	48,3	-0,00391012	0,025913339
le 27 févr. 2012	3 501,17	47,08	0,00984704	0,005123826
le 20 févr. 2012	3 467,03	46,84	0,0079689	0,019368879
le 13 févr. 2012	3 439,62	45,95	0,01970864	0,026127736
le 6 févr. 2012	3 373,14	44,78	-0,01598054	-0,003116652
le 30 janv. 2012	3 427,92	44,92	0,0328918	0,03597786
le 23 janv. 2012	3 318,76	43,36	-0,00082493	-0,011850501
le 16 janv. 2012	3 321,50	43,88	0,03910852	0,009664059
le 9 janv. 2012	3 196,49	43,46	0,01884706	-0,025342005
le 2 janv. 2012	3 137,36	44,59	-0,00710486	-0,00624025
le 27 déc. 2011	3 159,81	44,87	0,01860681	0,025834476
le 19 déc. 2011	3 102,09	43,74	0,04366652	0,029418687
le 12 déc. 2011	2 972,30	42,49	-0,06306051	-0,039122569
le 5 déc. 2011	3 172,35	44,22	0,00233811	-0,012064343
le 28 nov. 2011	3 164,95	44,76	0,10779952	0,060161061
le 21 nov. 2011	2 856,97	42,22	-0,04672657	-0,038487816
le 14 nov. 2011	2 997,01	43,91	-0,04838095	-0,028969483
le 7 nov. 2011	3 149,38	45,22	0,00826944	0,003996448
le 31 oct. 2011	3 123,55	45,04	-0,06721555	-0,031189503
le 24 oct. 2011	3 348,63	46,49	0,05590381	0,055152065
le 17 oct. 2011	3 171,34	44,06	-0,014466	0,029920524
le 10 oct. 2011	3 217,89	42,78	0,03951789	0,015669516
le 3 oct. 2011	3 095,56	42,12	0,03809575	-0,0131209
le 26 sept. 2011	2 981,96	42,68	0,06115419	0,058006941
le 19 sept. 2011	2 810,11	40,34	-0,07290141	-0,025603865
le 12 sept. 2011	3 031,08	41,4	0,01899085	-0,003130267
le 5 sept. 2011	2 974,59	41,53	-0,05524483	-0,058063053
le 29 août 2011	3 148,53	44,09	0,01972056	0,043550296
le 22 août 2011	3 087,64	42,25	0,02341738	0,009557945
le 15 août 2011	3 016,99	41,85	-0,0612624	-0,022424667

le 8 août 2011	3 213,88	42,81	-0,01972817	-0,032760958
le 1 août 2011	3 278,56	44,26	-0,10733316	-0,03803521
le 25 juil. 2011	3 672,77	46,01	-0,04422151	-0,028094635
le 18 juil. 2011	3 842,70	47,34	0,03115717	0,009596929
le 11 juil. 2011	3 726,59	46,89	-0,04777248	-0,03279703
le 4 juil. 2011	3 913,55	48,48	-0,02340699	0,018059639
le 1 juil. 2011	4 007,35	47,62	0	0
le 27 juin 2011	4 007,35	47,62	0,05880099	-0,00770994
le 20 juin 2011	3 784,80	47,99	-0,01018375	-0,014781359
le 13 juin 2011	3 823,74	48,71	0,00490133	0,057533652
le 6 juin 2011	3 805,09	46,06	-0,02199873	-0,01010101
le 30 mai 2011	3 890,68	46,53	-0,01526204	0,012402089
le 23 mai 2011	3 950,98	45,96	-0,00999035	-0,017318794
le 16 mai 2011	3 990,85	46,77	-0,00696717	0,014973958
le 9 mai 2011	4 018,85	46,08	-0,00965005	0,026737968
le 2 mai 2011	4 058,01	44,88	-0,01190917	0,008766015
le 26 avr. 2011	4 106,92	44,49	0,02114434	0,010906612
le 18 avr. 2011	4 021,88	44,01	0,01192609	0,00663312
le 11 avr. 2011	3 974,48	43,72	-0,02152436	0,037247924
le 4 avr. 2011	4 061,91	42,15	0,00176336	0,009097438
le 28 mars 2011	4 054,76	41,77	0,0207382	0,026037829
le 21 mars 2011	3 972,38	40,71	0,04255922	0,052209873
le 14 mars 2011	3 810,22	38,69	-0,03015262	-0,028621642
le 7 mars 2011	3 928,68	39,83	-0,02276747	-0,01337627
le 28 févr. 2011	4 020,21	40,37	-0,01232563	-0,009081983
le 21 févr. 2011	4 070,38	40,74	-0,02087012	-0,012124151
le 14 févr. 2011	4 157,14	41,24	0,01361272	0,051772507
le 7 févr. 2011	4 101,31	39,21	0,01336723	-0,030894711
le 31 janv. 2011	4 047,21	40,46	0,01121599	0,023526436
le 24 janv. 2011	4 002,32	39,53	-0,00376607	-0,019350037
le 17 janv. 2011	4 017,45	40,31	0,00857836	-0,009825596
le 10 janv. 2011	3 983,28	40,71	0,03044821	-0,019980741
le 3 janv. 2011	3 865,58	41,54	0,0159799	-0,017966903
le 27 déc. 2010	3 804,78	42,3	-0,02451293	-0,023545706
le 20 déc. 2010	3 900,39	43,32	0,00854332	0,020254357
le 13 déc. 2010	3 867,35	42,46	0,00259245	0,004257332
le 6 déc. 2010	3 857,35	42,28	0,02847582	0,013179966
le 29 nov. 2010	3 750,55	41,73	0,00587344	0,013355998
le 22 nov. 2010	3 728,65	41,18	-0,03406854	-0,02578661
le 15 nov. 2010	3 860,16	42,27	0,00758003	0,018554217
le 8 nov. 2010	3 831,12	41,5	-0,02185752	-0,00574988
le 1 nov. 2010	3 916,73	41,74	0,02171123	0,020288438
le 25 oct. 2010	3 833,50	40,91	-0,00905768	-0,001951696
le 18 oct. 2010	3 868,54	40,99	0,01075673	0,038510261
le 11 oct. 2010	3 827,37	39,47	0,01705738	0,009721156

le 4 oct. 2010	3 763,18	39,09	0,01925468	-0,007112014
le 27 sept. 2010	3 692,09	39,37	-0,02389702	0,003824579
le 20 sept. 2010	3 782,48	39,22	0,01624387	0,007967104
le 13 sept. 2010	3 722,02	38,91	-0,00101991	-0,02870694
le 6 sept. 2010	3 725,82	40,06	0,0146016	0,028234086
le 30 août 2010	3 672,20	38,96	0,04697443	0,016701461
le 23 août 2010	3 507,44	38,32	-0,00529761	0,032605767
le 16 août 2010	3 526,12	37,11	-0,02348162	-0,036854399
le 9 août 2010	3 610,91	38,53	-0,02829348	0,009167103
le 2 août 2010	3 716,05	38,18	0,02001296	-0,013946281
le 26 juil. 2010	3 643,14	38,72	0,01000541	-0,06721272
le 19 juil. 2010	3 607,05	41,51	0,0305386	0,02316983
le 12 juil. 2010	3 500,16	40,57	-0,01528212	-0,008795505
le 5 juil. 2010	3 554,48	40,93	0,06155532	0,026586406
le 28 juin 2010	3 348,37	39,87	-0,04868555	0,001758794
le 21 juin 2010	3 519,73	39,8	-0,04542188	0,005558363
le 14 juin 2010	3 687,21	39,58	0,03703818	0,016435542
le 7 juin 2010	3 555,52	38,94	0,02891241	0,010378827
le 31 mai 2010	3 455,61	38,54	-0,01691294	0,021197668
le 24 mai 2010	3 515,06	37,74	0,02457779	0,039096916
le 17 mai 2010	3 430,74	36,32	-0,03640643	-0,035837537
le 10 mai 2010	3 560,36	37,67	0,04945189	0,042623858
le 3 mai 2010	3 392,59	36,13	-0,11118709	-0,069773429
le 26 avr. 2010	3 816,99	38,84	-0,03399134	-0,007157464
le 19 avr. 2010	3 951,30	39,12	-0,00886212	-0,018811136
le 12 avr. 2010	3 986,63	39,87	-0,01577814	-0,010178749
le 6 avr. 2010	4 050,54	40,28	0,0040429	0,012314652
le 29 mars 2010	4 034,23	39,79	0,01135643	0,043535274
le 26 mars 2010	3 988,93	38,13	0	0
le 22 mars 2010	3 988,93	38,13	0,01617398	-0,000262192
le 15 mars 2010	3 925,44	38,14	-0,00049906	-0,008835759
le 8 mars 2010	3 927,40	38,48	0,00434224	-0,00491337
le 1 mars 2010	3 910,42	38,67	0,0543626	0,028731045
le 22 févr. 2010	3 708,80	37,59	-0,01611337	-0,018025078
le 15 févr. 2010	3 769,54	38,28	0,04736501	0,047905831
le 8 févr. 2010	3 599,07	36,53	0,00990807	0,040148064
le 1 févr. 2010	3 563,76	35,12	-0,04698539	-0,031973539
le 25 janv. 2010	3 739,46	36,28	-0,02128361	-0,029687082
le 18 janv. 2010	3 820,78	37,39	-0,03378532	0,002681684

Table des matières

Introduction générale	01
------------------------------------	----

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur actionnariale

Section 1 : La création de valeur : concepts et fondements	06
---	----

1. De la valeur à la création de valeur.....	06
1.1. Définition de la valeur	06
1.1.1. Définition économique de la valeur	06
1.1.2. Définition financière de la valeur	07
1.1.3. La valeur pour l'actionnaire.....	07
1.2. Définition de la création de valeur	08
2. Définition de la création de valeur actionnariale	08
3. L'émergence de la création de valeur actionnariale	09
3.1. Globalisation et financiarisation de l'économie	10
3.1.1. La dérèglementation	10
3.1.2. La désintermédiation	10
3.1.3. Le décloisonnement	10
3.2. La montée en puissance des investisseurs institutionnels	11
3.3. L'émergence du marché de prise de contrôle	12
3.4. Le développement de l'actionnariat individuel	12
3.5. Développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication NTIC	13
4. La création de valeur et les nouvelles normes comptables	13

Section 2 : Gouvernance d'entreprise et création de valeur actionnariale	15
---	----

1. Définition de la gouvernance d'entreprise	15
2. Les mécanismes de gouvernance	16
2.1. Les mécanismes internes de contrôle	16
2.1.1. La surveillance mutuelle	16
2.1.2. Le conseil d'administration	16
2.1.2.1. La composition du conseil d'administration	16
2.1.2.2. Le système de rémunération comme levier d'action.....	17
2.2. Les mécanismes de contrôle externes	18
2.2.1. La politique d'endettement	18
2.2.2. Le marché financier	19
2.2.3. La concurrence des autres firmes	19
2.2.4. Le marché des cadres dirigeants	20
2.2.5. Le système légal de protection des investisseurs	20

3. Les systèmes de gouvernance	20
3.1. Le modèle anglo-saxon ou le système marché	20
3.2. Le modèle Germano-Nippon ou le système réseau	21
3.3. Le modèle Français ou le système Hybride	21
4. La gouvernance plurale : Vers une prise en compte des parties prenantes	22
4.1. La théorie des parties prenantes	22
4.2. Parties prenantes et création de valeur	23

Section 3 : Théories de la firme et création de valeur actionnariale..... 24

1. Genèse du débat sur la création de valeur actionnariale.....	24
2. Les théories de la gouvernance et création de valeur actionnariale	25
2.1. La théorie des droits de propriété	25
2.1.1. Contenu des droits de propriété	26
2.1.1.1. Définition des droits de propriété	26
2.1.1.2. Application de la TDP à la firme	26
2.1.2. La TDP et création de valeur actionnariale.....	25
2.2. La théorie de l'agence	28
2.2.1. La relation d'agence	29
2.2.1.1. Définition de la relation d'agence	29
2.2.1.2. La source des conflits d'agence	29
2.2.2. Enracinement des dirigeants : la conséquence des conflits d'agence	31
2.2.2.1. Définition de l'enracinement.....	31
2.2.2.2. Les stratégies d'enracinement	31
2.2.3. La création de valeur actionnariale et théorie de l'agence	33
2.3. La théorie des couts de transaction	34
2.3.1. Le contenu de la théorie des couts de transaction	34
2.3.2. Le contenu de la théorie des couts de transaction	34
2.3.3. La théorie des couts de transaction et création de valeur	35

Chapitre 2 : La mesure de la création de valeur actionnariale

Section 1 : La rentabilité des capitaux investis 39

1. Définition de la rentabilité	39
1.1. La rentabilité financière	39
1.1.1. Définition	39
1.1.2. Analyse de l'effet de levier financier	39
1.2. La rentabilité économique	40
1.2.1. le ROA (Return On Assets)	41
1.2.2. la ROCE (Return On Capital Employed).....	41
2. Définition des variables.....	41
2.1. Le NOPAT	41

2.1.1. Définition	41
2.1.2. Calcul du NOPAT	42
2.2. Les capitaux investis	42
2.2.1. L'approche par le passif	43
2.2.2. L'approche par l'actif.....	43
3. Les retraitements	43
3.1. La nécessité des retraitements	44
3.2. Les postes retraités	44
3.2.1. Le capital souscrit non appelé	44
3.2.2. les non valeurs	44
3.2.3. Les frais de recherche et de développement R&D	44
3.2.4. Le crédit-bail.....	45
3.2.5. Les effets escomptés non échus (EENE)	45
3.2.6. Les amortissements	45
3.2.7. Les charges et produits exceptionnels	46
3.2.8. Les reports à nouveau négatifs	46
3.2.9. Les impôts différés	46
3.2.10. Les provisions pour risques et charges	46
3.2.11. Les intérêts minoritaires.....	47
3.2.12. L'écart d'acquisition ou goodwill	47
3.2.13. Les gains et pertes en provenance des sociétés mises en équivalence	47
3.3. Récapitulatif des retraitements	48
Section 2: Estimation du coût des capitaux investis	49
1. Le cout des fonds propres.....	49
1.1. Le modèle de Gordon Shapiro	50
1.2. Le modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF	51
1.2.1. Définition du MEDAF	51
1.2.2. Formule du MEDAF	51
1.2.2.1. Le taux de rendement sans risque	52
1.2.2.2. La prime de risque	52
1.2.2.3. Le coefficient de risque systématique.....	52
1.3. Décomposition du cout des fonds propres.....	53
1.3.1. La prime de risque d'exploitation	53
1.3.2. La prime de risque financier	53
2. Cout des capitaux autres que les fonds propres	54
2.1. Cout des dettes financières	54
2.1.1. cout de l'emprunt obligataire	54
2.1.2. Cout des emprunts accordés par les institutions financières.....	55
2.1.3. Le cout du crédit-bail	55
2.1.4. Le cout des titres hybrides	56
3. Le Cout Moyen Pondéré du Capital CMPC	57
3.1. Définition du CMPC	57
3.2. Usages du CMPC	58

3.2.1. Valorisation de l'entreprise	58
3.2.2. Le choix des investissements	58
3.2.3. Evaluation de la performance	58
3.3. Instrumentalisation du CMPC	58

Section 3 : Les modèles de mesure de la création de valeur actionnariale..... 59

2. Les modèles stratégiques	59
2.1. L'approche par la droite de la valeur	60
2.1.1. Le ratio Iv.....	60
2.1.2. Le ratio Q de Marris	60
2.1.3. La droite de la valeur.....	61
2.2. Les modèles dérivés	62
1.2.1. Le modèle de Marakon Associates.....	62
1.2.2. Le modèle de Fruhan-McKinsey	63
2. Les modèles financiers	64
2.1.Le modèle de la stratégie de la valeur de McKinsey	64
2.2.Le CFROI (Cash flow Return On Investment)	66
2.3.Le modèle TSR.....	67
2.4.Le modèle EVA/ MVA	67
2.4.1. L'economic value added EVA.....	68
2.4.2. La MVA (Market Value Added)	68
2.4.3. L'EVA, portées et limites pour le management	69
2.4.3.1.Les limites liées au calcul du cout du capital	69
2.4.3.2.Les limites d'ordre pratique	71

Chapitre 3 : Le management par la valeur financière

Section 1: les concepts de base du Value Based Management (VBM)	75
1. Présentation du <i>Value Based Management</i> (VBM)	75
1.1. Définition du VBM	75
1.2. Les préalables à la mise en place d'un VBM	75
1.3.1. Le développement d'une culture de création de valeur	76
1.3.2. La décomposition de l'entreprise en rivières de valeur	76
1.4. Les axes d'un système de gestion par la valeur	77
2. Identification des leviers de la création de valeur	79
2.1.L'arbre de la valeur	79
2.2.Les leviers de a création de valeur	80
2.2.1. Augmenter le niveau des flux de trésorerie disponibles	81
2.2.2. Accroître la durée de la période de croissance	81
2.2.3. Augmenter le niveau de croissance anticipée.....	81
2.2.4. Réduire le cout du capital	81

3.2.1.2.	Les acquisitions de consolidation géographique	106
3.2.1.3.	Les acquisitions comme substitut à la R&D interne	106
3.2.2.	Extraction de la valeur : les acquisitions financières	106
3.2.2.1.	Bénéficiaire d'avantages fiscaux	106
3.2.2.2.	Revaloriser l'entreprise cible.....	107
3.2.2.3.	Améliorer la gestion de la cible.....	107
3.2.3.	Réaction des marchés financiers à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition	107
3.2.4.	Les facteurs d'échec des opérations de fusion-acquisition.....	108
3.2.4.1.	La surestimation des synergies.....	108
3.2.4.2.	Complexité de la gestion du nouvel ensemble	108
3.2.4.3.	La négligence des facteurs humains	109
3.2.4.4.	Les motivations managériales	110

Section 3 : Décisions financières et création de valeur actionnariale 111

1.	Optimiser la structure financière pour minimiser le cout du capital	111
1.1.	Endettement et cout du capital	111
1.1.1.	Cout du capital dans le cadre de marchés financiers parfaits	111
1.1.1.1.	Valeur de l'entreprise endettée	112
1.1.1.2.	Cout du capital de l'entreprise endettée	112
1.1.2.	Cout du capital dans le cadre de marchés financiers imparfaits	114
1.1.2.1.	La valeur de l'entreprise endettée	114
1.1.2.2.	Cout du capital de l'entreprise endettée	115
1.1.3.	Limites et risques de l'endettement.....	116
1.1.3.1.	Augmentation du cout des ressources	116
1.1.3.2.	Prise en compte des couts de faillite	116
1.1.3.3.	L'effet de massue.....	117
1.2.	Réduction du capital par rachat d'actions	117
2.	La réduction des capitaux engagés	118
2.1.	Une meilleure allocation des ressources	119
2.2.	La minimisation du BFR	116
2.3.	Les montages déconsolidants	119
2.3.1.	La defeasance (désendettement de fait)	120
2.3.2.	La titrisation	122
2.4.	Les LBO : les nouvelles techniques d'acquisition à effet de levier	122
2.4.1.	Définition d'un LBO	123
2.4.2.	Le Montage d'un LBO	123
2.4.3.	La création de valeur dans les LBO	124
3.	Gestion des prix des risques financiers	125

Chapitre 4 : Analyse et mesure de la création de valeur actionnariale au sein du groupe Danone

Section 1 : Présentation du groupe DANONE	128
1. Naissance et développement du groupe DANONE	128
2. Activités et marchés du groupe	129
2.1. Le portefeuille d'activités du groupe	129
2.1.1. Produits Laitiers Frais	129
2.1.2. Les Eaux.....	130
2.1.3. Nutrition Infantile.....	130
2.1.4. Le Pôle Nutrition Médicale	130
2.2. Les principaux marchés du groupe	131
2.3. Les principaux concurrents du groupe	132
2.4. Les canaux de distribution	
2.4.1. La grande distribution	133
2.4.2. Le commerce traditionnel	133
2.4.3. Les canaux de distribution spécialisés	133
3. Structure et ressources du groupe.....	133
3.1. Structure du groupe	133
3.2. Les ressources humaines	134
3.3. Usines et production	134
3.4. La recherche et développement.....	135
4. La présence de DANONE en Algérie	136
Section 2 : Gouvernance, stratégie et création de valeur au sein du groupe DANONE	136
1. Stratégie du groupe et création de valeur	136
1.1.La période de diversification	136
1.2.Le recentrage stratégique du groupe	137
1.3.Le développement à l'international	138
1.4.Incidences de la stratégie de recentrage sur la création de valeur actionnariale.	138
1.4.1. La performance boursière du groupe	138
1.4.2. La politique de dividende	139
1.4.3. Impact de la crise des subprimes sur la performance financière du groupe	141
2. La Gouvernance du groupe DANONE	142
2.1.La direction du groupe	142
2.1.1. Le conseil d'administration.....	142
2.1.2. Le comité exécutif	144
2.1.3. Le Système de rémunération	144
2.2.Actionnariat et structure du capital.....	145
2.2.1. Les dispositifs de défense en cas de d'offre publique	147
2.2.2. Actionnariat salarié	148

Section 3: Mesure de la création de valeur par le groupe DANONE 149

1. Coût et rentabilité des capitaux investis du Groupe	149
1.1.L'évaluation de la rentabilité des capitaux investis	149
1.1.1. Les capitaux investis	149
1.1.2. Le NOPAT	151
1.1.3. Les retraitements	152
2. L'estimation du coût des capitaux investis	156
2.1.Le coût des fonds propres	156
2.1.1. Le taux sans risque	156
2.1.2. Le bêta	157
2.1.3. La prime de risque	159
2.1.4. Calcul du cout des fonds propres	159
2.2.Calcul du cout de la dette	160
2.3.Calcul du CMPC	161
3. Mesure de la création de valeur du groupe	161
3.1.Analyse de la performance financière du groupe à partir des indicateurs traditionnels	161
3.2. Mesure de la création de valeur actionnariale.....	162
3.2.1. Mesure de la création de valeur par l'Economic value added (EVA) ...	162
3.2.2. Mesure de la creation de valeur par le Total Shareholder Return (TSR)	163
3.3.Mesure de la création de valeur par pôle d'activité	164
3.3.1. Les capitaux investis (CI) dans chaque activité	165
3.3.2. Le NOPAT par pôle d'activité	165
3.3.3. Création de valeur au niveau de chaque pôle	166

Conclusion générale 170

Bibliographie

Liste des tableaux, graphiques et figures

Annexes

Table des matières