



collection

LA CRÉATION DE VALEUR

Félix Bogliolo

Préface de Patrick Dumouchel

Président de l'Association Nationale des Directeurs Financiers
et de Contrôle de Gestion

Éditions
d'Organisation



LA CRÉATION DE VALEUR

Éditions d'Organisation
1, rue Thénard
75240 Paris Cedex 05
Consultez notre site :
www.editions.organisation.com



Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957 (articles 40 et 41 ; Code pénal, article 425), il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20 rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Éditions d'Organisation, 2000
version eBook (ISBN) de l'ouvrage : 2-7081-6084-2



Collection

Félix Bogliolo

LA CRÉATION DE VALEUR

Préface de Patrick DUMOUCHEL

Président de l'Association Nationale
des Directeurs Financiers et du Contrôle de Gestion

Éditions 
d'Organisation

À

Catherine,

et à

nos « Créations de Valeur » communes :
Nathalie, Christophe et Sébastien,

tous quatre, mes seules véritables amours.

Nous avons bénéficié des conseils de nombreux amis durant la longue rédaction du présent ouvrage : collègues de la DFCG (Dominique...), correspondants chez nos clients (Frédéric...), partenaires de notre société de conseil (Hubert...), etc. Leur énumération serait trop longue. Qu'ils soient tous remerciés ici. Les insuffisances résiduelles sont exclusivement les nôtres.

La Création de Valeur : tout semble avoir été dit a ce sujet , sauf peut-être l'essentiel. En fait, sous ce terme apparemment anodin se cache en réalité une vraie pratique et une vraie logique managériale souvent ignorées et peut-être encore plus souvent non réellement mises en œuvre.

Que n'a t'on cherché en effet à faire supporter à ce concept et que ne lui a-t-on attaché de connotations négatives alors même que la maîtrise et le pilotage de l'entreprise par la valeur sont porteurs des succès à venir !

En réalité et comme le démontre très bien l'auteur, la communication financière faite autour de la Création de Valeur n'est que la partie visible d'une philosophie managériale plus tournée vers la vraie performance économique future que vers l'analyse rétrospective des résultats comptables.

L'ouvrage guide globalement et pratiquement vers la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur respectant les intérêts complémentaires de l'investisseur et du salarié qu'apparemment tout oppose.

Au cœur de ce dispositif, le DAF¹ trouvera là un moyen efficace de participer opérationnellement à la Création de Valeur, non pas en temps qu'arbitre ou censeur du résultat, mais bien en tant que dirigeant opérationnel de la Création de Valeur, au sein d'une équipe concentrée sur cet outil essentiel que doit être la Gestion par la Valeur .

À l'époque des méga-fusions et de la mondialisation, le management par la valeur, décrit par Félix Bogliolo, ramène à des réalités et des méthodes de management opérationnelles permettant la mobilisation et l'adhésion de tous les acteurs de l'entreprise vers ce seul but qu'est la Création de Valeur au profit de tous.

En même temps il aborde au travers de la description de ce concept, bon nombre de débats sociaux, tels que la logique des licenciements, la juste rémunération des salariés, le rôle de l'État, le financement des retraites et repositionne la fonction de DAF¹ au cœur du dispositif productif de l'entreprise.

1. Directeur Administratif et Financier.

LA CRÉATION DE VALEUR

Puisse ce concept trouver l'écho qu'il mérite au sein de nos organisations et contribuer ainsi au rôle fédérateur que doit avoir l'entreprise au bénéfice de tous ses partenaires, qu'ils soient salariés ou investisseurs !

Peut-être est-ce là le fondement de ce que d'aucuns appellent le vrai rôle de l'entreprise « citoyenne » ? C'est en tout cas un formidable outil de pilotage et de management pour les DAF des entreprises d'aujourd'hui et de demain !

Patrick Dumouchel
Président de la DFCG

L'objet du présent ouvrage est de présenter au Directeur Financier (DAF ci-après) le concept de Création de Valeur et son utilisation dans le cadre d'un Système de Gestion par la Valeur, ce dernier ayant pour but d'accroître la Création de Valeur et de la pérenniser.

Ce livre est inspiré de nos expériences d'implantation de Systèmes de Gestion par la Valeur chez nos clients, même si pour des raisons évidentes de confidentialité nous parlons le plus souvent d'une entreprise générique ABC. La Création de Valeur, telle que nous la concevons, est universelle. Elle intéresse toutes les entreprises, de toute taille, tout secteur, tout pays, qu'elles soient cotées ou non. En termes de chiffre d'affaires notamment, ces entreprises vont d'à peine EUR 10 millions à plusieurs milliards d'euros.

Plus particulièrement, ce livre, très concret, donne au DAF les outils de mesure de la Création de Valeur (le Profit Économique) afin qu'il puisse l'appliquer à « son » entreprise et ainsi permettre une meilleure valorisation de celle-ci.

Cet ouvrage est une véritable méthode de mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur et une invitation pour que le DAF diffuse ce concept dans l'entreprise. Il lui permettra de mieux comprendre les arcanes d'un Système de Gestion par la Valeur. Il lui donnera les arguments nécessaires pour faire adopter la Création de Valeur par sa Direction Générale et/ou ses collègues du Comité Directeur de « son » entreprise : autres Directeurs fonctionnels (et notamment Stratégie et Ressources Humaines), Directeurs Opérationnels. Il lui donnera aussi le *modus operandi* pour accompagner ces derniers dans la mise en place du Système de Gestion par la Valeur que conjointement ils auront choisi. Car en aucune manière, la Création de Valeur n'est du seul ressort du DAF. Elle est du seul ressort de la Direction Générale tout entière, le DAF ne pouvant en être que le héraut au sein du Comité Directeur.

La communication interne et externe de « son » entreprise en sera substantiellement améliorée. L'ensemble des orientations stratégiques et opérationnelles de « son » entreprise bénéficiera d'une rationalité accrue dans les

LA CRÉATION DE VALEUR

processus de prise de décisions. En outre, le DAF disposera des orientations nécessaires pour que les systèmes de rémunération de « son » entreprise deviennent à la fois particulièrement attractifs et incitatifs. La performance de « son » entreprise pourra s'en trouver sensiblement et continûment améliorée, ce qui sera apprécié non seulement par les investisseurs de l'entreprise mais aussi par ses dirigeants et employés. La culture de « son » entreprise se verra influencée dans un sens plus entrepreneurial.

Le rôle du DAF dans la Création de Valeur

À nos yeux, la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur comporte cinq étapes que nous synthétisons par l'acronyme MESOP :

M	Les dirigeants de l'entreprise doivent prendre conscience que leur Mission est de gérer par et pour la valeur. En particulier, leur communication interne et externe doit intégrer ce paramètre.
E	L'Évaluation des performances de l'entreprise doit se faire en termes de Création de Valeur, au niveau de sous-entités indépendantes aussi petites que possible (ateliers, produits, marchés, etc.) – des Rivières de Valeur. Mais évaluer la Création de Valeur n'est pas créer de la valeur. Un diagnostic n'est pas un plan d'action.
S	L'entreprise doit concentrer l'orientation de sa Stratégie sur la Création de Valeur.
O	L'entreprise doit gérer ses Opérations en décentralisant la responsabilité de créer plus de valeur. Pour cela, il faut passer l'entreprise au crible de la Création de Valeur et exploiter ses Sources de Valeur. Cela contribue à augmenter l'intérêt du travail des dirigeants et employés.
P	L'entreprise doit faire accéder ses dirigeants et collaborateurs à une Participation à la Création de Valeur qu'ils génèrent grâce à des rémunérations variables substantielles.

Tableau 1 : Énoncé de l'acronyme MESOP

Dans le processus d'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur à travers ses cinq étapes MESOP, le DAF a de nombreux rôles à jouer.

Il est souvent à la source de la prise de décision en faveur d'une telle réalisation tant auprès de sa Direction Générale qu'auprès de ses collègues du Comité Directeur de l'entreprise : autres fonctionnels, opérationnels, etc.

LA CRÉATION DE VALEUR

C'est l'objet de la première partie de cet ouvrage : le M de Mission de notre acronyme MESOP.

Il est moteur dans les aspects techniques de la Création de Valeur. C'est l'objet des deuxième et troisième parties de cet ouvrage : le E d'Évaluation de MESOP. Toutefois, même dans ce domaine, il ne peut agir seul dans sa tour d'ivoire. La mesure de performance est là pour décrire la réalité industrielle et commerciale de l'entreprise : ses collègues opérationnels doivent donc participer à la définition de cette mesure afin qu'elle reflète au mieux les résultats de leur travail. Ainsi, ces derniers accepteront d'autant mieux les jugements qui découleront de cette mesure d'évaluation de leurs performances parce qu'ils y auront adhéré en toute sincérité. Sinon, ils ressentiront cette nouvelle mesure comme une conversion forcée à une nouvelle religion et la rejetteront donc fort logiquement pour continuer à pratiquer secrètement les rites auxquels ils étaient précédemment habitués.

Enfin, il doit accompagner les changements concrets que la mise en place du Système de Gestion par la Valeur adopté implique pour ses collègues fonctionnels et opérationnels au niveau des prises de décision stratégiques, opérationnelles et en matière de gestion des ressources humaines. Ce sera l'objet de notre quatrième partie : les S de Stratégie, O d'Opérations et P de Participation de notre acronyme MESOP.

Le Directeur Financier est ainsi essentiel dans la mise en place et la vie d'un Système de Gestion par la Valeur. Il doit communiquer, convaincre, assister, relayer. Pour cela, il devra devenir l'animateur du nouveau langage de l'entreprise : la Création de Valeur. Le Directeur Financier doit donc tout à la fois développer ce nouveau langage, le diffuser, le faire vivre en le faisant apprendre à ses collègues opérationnels pour qu'ils l'intègrent dans les domaines qui sont les leurs.

Le DAF valide la démarche, les indicateurs retenus, leur intégration dans les outils et processus de gestion et en assure la cohérence globale. Ainsi, son champ d'action va s'élargir et prendre une dimension tout à la fois plus stratégique et plus opérationnelle.

Plus stratégique, car les outils que la Création de Valeur l'oblige à mettre au point vont structurer la gestion de l'entreprise, influencer la prise de toutes les décisions y compris les plus importantes et faire évoluer les comportements des dirigeants et des employés .

Plus opérationnel, car ces outils vont irriguer les autres fonctions : Plan et Développement, Commercial, Production, Achats, Ressources Humaines, leur utilisation va soulever de nombreux questionnements auxquels le Directeur Financier devra contribuer à répondre et même qu'il devra contribuer à susciter.

L'OUVRAGE EN UNE PAGE

Préface de Patrick Dumouchel, Président de la DFCG.....	V
Objectifs	VII
Épigraphe : Le rôle du DAF dans la Création de Valeur	IX
Prologue.....	1
<hr/>	
PREMIÈRE PARTIE • POURQUOI METTRE EN PLACE UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ?	11
<hr/>	
Chapitre 1 • L'entreprise est un partenariat.....	13
Chapitre 2 • Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise	29
<hr/>	
DEUXIÈME PARTIE • COMMENT ÉVALUER LA CRÉATION DE VALEUR ?	41
<hr/>	
Chapitre 3 • Notions fondamentales.....	43
Chapitre 4 • Coût Moyen du Capital	53
Chapitre 5 • Profit Économique	81
<hr/>	
TROISIÈME PARTIE • COMMENT ÉVOLUER VERS UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ?	109
<hr/>	
Chapitre 6 • Travaux préalables à toute Évaluation de la Création de Valeur	111
Chapitre 7 • Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF.....	145
<hr/>	
QUATRIÈME PARTIE • COMMENT IMPRÉGNER TOUTE L'ENTREPRISE DE CRÉATION DE VALEUR ?	159
<hr/>	
Chapitre 8 • Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique.....	161
Chapitre 9 • Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels	209
Chapitre 10 • Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur.....	233
Conclusion.....	265
Annexe 1 • Équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et celle des Profits Économiques.....	275
Annexe 2 • Impact sur la Création de Valeur des variations du Taux d'Impôt sur les Sociétés	279
Annexe 3 • Théorème de Bogliolo.....	281
Annexe 4 • Croissance du Profit Économique	285

Préface de Patrick Dumouchel, Président de la DFCG	V
Objectifs	VII
Épigraphe : Le rôle du DAF dans la Création de Valeur	IX
Liste des Tableaux	XIX
Liste des Équations, Graphiques et Schémas	XXI
Notations et Conventions de notation	XXV
Prologue	1
I Le marché a-t-il raison des drames humains ?	1
II « Créer de la valeur ou mourir ! »	5
III Le thermomètre de la bonne santé de l'entreprise	6
IV L'État et la Création de Valeur	7

PREMIÈRE PARTIE • POURQUOI METTRE EN PLACE UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ? **11**

Chapitre 1 • L'entreprise est un partenariat	1
1 L'entreprise réunit des capitaux et des compétences	13
2 Les mandants sont les investisseurs	15
3 Objet et objectif du mandat	18
4 Les mandataires sont les dirigeants et les employés	19
5 Maximisation sous contrainte	19
5.1 <i>Convergence d'intérêts entre tous les tenants de l'entreprise</i>	19

5.2	Contre la vision « pluraliste »	21
5.3	Contre le pseudo « intérêt social ».....	23
5.4	Contre la soi-disant « impossibilité économique ».....	24
6	Éthique des retraites	26

Chapitre 2 • Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise..... 29

1	Faire de la Création de Valeur un projet d'entreprise.....	29
2	Le PDG : l'interface Capital-Travail.....	32
3	Tous « intrapreneurs » d'une Rivière de Valeur.....	36

DEUXIÈME PARTIE • COMMENT ÉVALUER LA CRÉATION DE VALEUR ? 41

Chapitre 3 • Notions fondamentales..... 43

1	Concept de base	43
2	Exemple Société ABC.....	44
3	Flux de Trésorerie Disponible	46
4	Actualisation des FTD : exemple numérique	47
5	Création de Valeur Externe ou CVE	47
6	Première approche interne.....	51

Chapitre 4 • Coût Moyen du Capital..... 53

1	Nécessité de la notion du Coût du Capital	53
2	Les formules des quatre Coûts du Capital.....	56
2.1	<i>Le premier Coût du Capital : le Coût de l'Actif Économique ou cae</i>	57
2.2	<i>Le deuxième Coût du Capital : le Coût Net de la Dette ou cnd</i>	60
2.3	<i>Le troisième Coût du Capital : le Coût des Fonds Propres ou cfp</i>	61
2.4	<i>Impact de l'effet de levier sur le Coût des Fonds Propres</i>	63
2.5	<i>Prime de Risque du Marché</i>	65

3	Pratique du calcul du Coût du Capital	69
4	Résultats numériques du Coût du Capital	72
Chapitre 5 • Profit Économique..... 81		
1	Deuxième approche interne.....	81
2	Capitaux Investis	82
3	REMIC.....	86
4	Rendement des Capitaux Investis et « isoquantes » liant Productivité Opérationnelle et Productivité Bilantielle	88
5	Profit Économique	90
6	Équivalence des approches.....	94
7	Actualisation des Profits Économiques : exemple numérique.....	97
8	Rendement et Création de Valeur	99
9	Flux de Trésorerie Disponible et Création de Valeur	105

TROISIÈME PARTIE • COMMENT ÉVOLUER VERS UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ? 109

Chapitre 6 • Travaux préalables à toute Évaluation de la Création de Valeur..... 111		
1	Déterminer les Rivières de Valeur.....	111
2	Les retraitements	115
	2.1 <i>Premier type de retraitement : les non-flux</i>	118
	2.2 <i>Deuxième type de retraitement : l'amortissement de certaines charges</i>	130
	2.3 <i>Troisième type de retraitement : les coûts complets</i>	132
	2.4 <i>Conclusion sur la question des retraitements</i>	134
3	Les revalorisations d'actifs.....	136
4	Les allocations d'actifs ou de coûts partagés	137
5	Le taux d'imposition effectif.....	138
6	Les devises et taux de change	140
7	La structure financière.....	142

Chapitre 7 • Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF	145
1 Analyser la performance	145
1.1 <i>La période de référence</i>	145
1.2 <i>Proximité de l'approche comptable traditionnelle</i>	147
1.3 <i>Système d'Information de Gestion, Tableaux de bord et reporting financiers pour la Direction Générale</i>	149
2 Communication financière rétrospective	152

QUATRIÈME PARTIE • COMMENT IMPRÉGNER DE CRÉATION DE VALEUR TOUTE L'ENTREPRISE ? 159

Chapitre 8 • Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique	161
1 Seule règle stratégique : « croissance du Profit Économique »	162
1.1 <i>Seul le progrès continu est important</i>	162
1.2 <i>De combien faut-il progresser ?</i>	164
2 La communication financière prospective	169
3 Les stratégies d'amélioration du Profit Économique	173
3.1 <i>Comment générer une progression du Profit Économique</i>	173
3.2 <i>Baisser le cmc</i>	175
3.3 <i>Augmenter l'endettement</i>	178
3.4 <i>La croissance</i>	179
3.4 bis <i>Un cas particulier : les acquisitions</i>	183
3.4 ter <i>Un deuxième cas particulier : les investissements stratégiques</i>	194
3.5 <i>Se désengager</i>	196
3.5 bis <i>Deux cas particuliers : les cessions/restructurations</i>	198
3.6 <i>Rendement et gestion de bilan</i>	200
3.7 <i>Rendement et croissance</i>	203
4 Coopérations entre les stratèges et les opérationnels	204
5 Coopérations entre le DAF et les stratèges	207

Chapitre 9 • Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels 209

- 1** À Capitaux Investis constants 210
- 2** Procédure de construction de l'Hydrographie de la Valeur
au sein de l'entreprise 211
 - 2.1 Ruisseaux et Rivières de Valeur* 211
 - 2.2 Remonter aux Sources de Valeur* 212
 - 2.3 Réaliser l'Hydrographie de la Valeur* 214
 - 2.4 Tableau de bord, reporting opérationnel, balanced scorecard* 220
- 3** Exemples d'utilisation de l'Hydrographie de la Valeur 222
 - 3.1 Exemple de ventes* 223
 - 3.2 Exemple de production* 224
 - 3.3 Exemple d'achats* 225
 - 3.4 Exemple de sous-traitance* 225
 - 3.5 Exemple de personnel* 226
 - 3.6 Série longue vs. série courte* 227
- 4** Outils, suivi et conséquences 228
 - 4.1 Benchmarking opérationnel et fixation d'objectifs
sur les Sources de Valeur* 228
 - 4.2 Autres outils* 229
 - 4.3 Communication de terrain* 229
 - 4.4 Fédération* 230
- 5** Coopérations entre le DAF et les directeurs opérationnels 231

Chapitre 10 • Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur 233

- 1** Fondements 234
 - 1.1 Deux salaires* 234
 - 1.2 La comptabilité classique mène au conflit* 235
 - 1.3 Corriger l'absence de parallélisme* 238
 - 1.4 Aspiration légitime* 241
- 2** Rémunération 242
 - 2.1 Risque et rémunération* 242
 - 2.2 Quantité ou qualité ?* 244

2.3	<i>Une nouvelle philosophie de rémunération</i>	250
3	Mise en œuvre.....	256
3.1	<i>Exemples</i>	256
3.2	<i>Cas particuliers de rémunération variables</i>	258
4	Coopérations entre le DAF et le DRH	262
Conclusion		265
1	Mise en œuvre.....	265
1.1	<i>Implication de la direction générale</i>	265
1.2	<i>Nomination d'un Monsieur Valeur</i>	266
1.3	<i>Durée</i>	266
1.4	<i>Formation/ateliers de réflexion</i>	267
2	Limites	268
3	Avantages	269
4	La Création de Valeur : grammaire ou poésie ?.....	270
5	Rôle du DAF.....	271
5.1	<i>Évaluer la Création de Valeur n'est pas créer de la Valeur</i>	271
5.2	<i>La Création de Valeur par la Stratégie</i>	271
5.3	<i>La Création de Valeur par les Opérations</i>	271
5.4	<i>La Création de Valeur par la Participation</i>	272
5.5	<i>La Création de Valeur : la Mission de l'entreprise</i>	272

ANNEXES

273

Annexe 1 •	Équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et celle des Profits Économiques	275
Annexe 2 •	Impact sur la Création de Valeur des variations du Taux d'Impôt sur les Sociétés	279
Annexe 3 •	Théorème de Bogliolo	281
Annexe 4 •	Croissance du Profit Économique	285

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Énoncé de l'acronyme MESOP	IX
Tableau 2 : Bilan de l'entreprise ABC.....	45
Tableau 3 : Compte de résultat de l'entreprise ABC	45
Tableau 4 : Actualisation des FTD	47
Tableau 5 : Création de Valeur Externe	49
Tableau 6 : Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement et selon deux facteurs de convergence	74
Tableau 7 : Actualisation des PE.....	97
Tableau 8 : Rendement des Capitaux Investis et Création de Valeur.....	101
Tableau 9 : Retraitement des amortissements avec durée de vie économique – A.....	125
Tableau 10 : Retraitement des amortissements avec différents rythmes et allongement de la durée de vie économique par maintenance – B.....	126
Tableau 11 : Retraitement des amortissements avec impact de la maintenance sur le REMIC – C	128
Tableau 12 : Retraitement de la Recherche et Développement	132
Tableau 13 : Exemple de reporting « à la » Création de Valeur	151
Tableau 14 : Hypothèses pour l'analyse d'une acquisition	183
Tableau 15 : Retraitement dit des investissements stratégiques.....	196
Tableau 16 : Arbre de décision pour une cession	198
Tableau 17 : Arbre de décision pour une restructuration.....	200

LA CRÉATION DE VALEUR

Tableau 18 : Absence de parallélisme dans les rémunérations du Travail et du Capital.....	239
Tableau 19 : Exemple de système de rémunération.....	256
Tableau 20 : Mécanisme du compte bancaire fictif.....	257
Tableau 21 : Différé de paiement à long terme du bonus d'une année.....	258
Tableau 22 : Variation de Valeur de Marché hors constance de l'information.....	283

LISTE DES ÉQUATIONS, GRAPHIQUES ET SCHÉMAS

Figure 1 : Équation Production macroéconomique.....	24
Figure 2 : Schéma Pyramide organisationnelle.....	33
Figure 3 : Schéma Pyramide inversée client.....	33
Figure 4 : Schéma L'entreprise – sablier.....	34
Figure 5 : Schéma Décomposition en Rivières de Valeur.....	38
Figure 6 : Équation Actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles.....	44
Figure 7 : Équation Flux de Trésorerie Disponible.....	46
Figure 8 : Équation Création de Valeur Externe.....	49
Figure 9 : Équation Coût de l'Actif Économique (cae).....	57
Figure 10 : Graphique Coût de l'Actif Économique.....	60
Figure 11 : Équation Coût Net de la Dette (cnd).....	61
Figure 12 : Équation Coût des Fonds Propres (cfp).....	62
Figure 13 : Équation Coût des Fonds Propres et Prime de Risque Financier...	64
Figure 14 : Équation Prime de Risque Financier et effet de levier.....	65
Figure 15 : Équation Coût Moyen du Capital (cmc) – première formulation ..	67
Figure 16 : Équation Coût Moyen du Capital (cmc) – deuxième formulation .	68
Figure 17 : Graphique Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement selon le facteur de convergence 2.....	75

Figure 18 : Graphique Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement selon le facteur de convergence 3..	76
Figure 19 : Équation Capitaux Investis par le Passif.....	83
Figure 20 : Équation Capitaux Investis par l'Actif.....	85
Figure 21 : Équation REMIC	87
Figure 22 : Équation Rendement des Capitaux Investis (rci)	88
Figure 23 : Équation Décomposition du Rendement des Capitaux Investis – formule	88
Figure 24 : Équation Décomposition du Rendement des Capitaux Investis – productivités	89
Figure 25 : Graphique Isoquantes de Rendement des Capitaux Investis	89
Figure 26 : Équation Charge des Capitaux Investis.....	90
Figure 27 : Équation Profit Économique – résultat après la Charge des Capitaux Investis	90
Figure 28 : Équation Profit Économique – écart entre rci et cmc	91
Figure 29 : Équation Valeur de Marché par les PE	94
Figure 30 : Équation Création de Valeur Externe par les PE.....	94
Figure 31 : Graphique Corrélation CVE – PE.....	95
Figure 32 : Graphique Trois types d'activité en fonction CVE.....	96
Figure 33 : Graphique Rendement d'un projet et Coût du Capital	102
Figure 34 : Équation Additivité Rivières de Valeur	112
Figure 35 : Équation Définition du REMIC par le RE.....	140
Figure 36 : Schéma Exemple de reporting « à la » Création de Valeur	150
Figure 37 : Schéma Valeur des Opérations Courantes – Valeur de la Croissance Anticipée	165
Figure 38 : Graphique Variation du PE entre n et n + 1 en fonction du PEn	169
Figure 39 : Graphiques Opérations de croissance externe « neutres » : Air Liquide, Carrefour, Fimalac, Renault	191
Figure 40 : Graphiques Opérations de croissance externe « négatives » : BNP, TotalFina, Zodiac	193
Figure 41 : Graphique Retraitement dit des investissements stratégiques.....	196

Figure 42 : Équation Bonus variable	247
Figure 43 : Équation Réserve spéciale de participation	248
Figure 44 : Équation Actualisation des PE	275
Figure 45 : Équation Actualisation des FTD revisitée	275
Figure 46 : Équation Flux de Trésorerie Disponible – Annexe.....	276
Figure 47 : Équation Étalement Cl_0	276
Figure 48 : Équation CVE après étalement Cl_0	277
Figure 49 : Équation CVE avec PE.....	277
Figure 50 : Équation Équivalence FTD-PE.....	277
Figure 51 : Équation Définition du PE	279
Figure 52 : Équation Définition du cmc par le cae.....	279
Figure 53 : Équation Définition du REMIC par le RE – Rappel	279
Figure 54 : Équation Nouvelle écriture du PE	279
Figure 55 : Équation Variation PE en fonction variation tis.....	280
Figure 56 : Équation Valeur de Marché avec PE futurs constants	280
Figure 57 : Équation Variation Valeur de Marché en fonction variation tis..	280
Figure 58 : Équation définition PE – Rappel.....	281
Figure 59 : Équation Hypothèse relation cmc-g	281
Figure 60 : Équations Valeurs de Marché selon années	282
Figure 61 : Équation Relation $Cl_1 - Cl_2$	282
Figure 62 : Équation Définition REMIC – rappel.....	282
Figure 63 : Équation Relation $Cl_1 - Cl_0$	282
Figure 64 : Équation Relation $VM_1 - VM_0$	282
Figure 65 : Équation Définition PE – Rappel.....	285
Figure 66 : Équations Définition PE_1 et PE_2	285
Figure 67 : Équation ΔPE	285
Figure 68 : Équation Décomposition $\Delta REMIC$	286
Figure 69 : Équation ΔPE en fonction Investissement	286
Figure 70 : Équation ΔPE en fonction Investissement – bis.....	286

LA CRÉATION DE VALEUR

Figure 71 : Équation ΔPE en fonction Investissement – ter	286
Figure 72 : Équation ΔPE en fonction décomposition REMIC et Investissement	286

NOTATIONS ET CONVENTIONS DE NOTATION

Conventions de notation

Les notations utilisées reprennent en règle générale les initiales du concept qu'elles représentent dans sa formulation française développée.

Les notations sont en minuscules lorsqu'elles représentent des pourcentages : elles sont alors constituées en règle générale de trois lettres. Elles sont en majuscules lorsqu'elles représentent des montants bilantiels : elles sont alors constituées en règle générale de deux lettres, ou d'autres quantités : elles sont alors constituées en règle générale de trois lettres.

Abréviation française	Terme français	Abréviation anglaise	Terme anglais
VM	Valeur de Marché	MV	Market Value
FTD	Flux de Trésorerie Disponible	FCF	Free Cash Flow
VT	Valeur Terminale	TV	Terminal Value
cmc	Coût Moyen du Capital	wacc	Weighted Average Cost of Capital
REMIC	Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé	NOPAT	Net Operating Profit After Tax
DAP	Dotations aux Amortissements et Provisions		Depreciation and Amortization
Δ	Delta ou Variation	Δ	Delta or Variation
INV	Investissement	INV	Investment
VAN	Valeur Actuelle Nette	NPV	Net Present Value
BPA	Bénéfice Par Action	EPS	Earnings Per Share
BFR	Besoin en Fonds de Roulement	NWC	Net Working Capital
Immos ou IM	Immobilisations	FA	Fixed Assets
FP	Fonds Propres	SF ou NW	Shareholders' Funds or Net Worth

LA CRÉATION DE VALEUR

DF	Dettes Financières	FD	Financial Debt
cbd	Coût Brut de la Dette	cdg	Cost of Debt Gross
tis	Taux d'Impôt sur les Sociétés	mtr	Marginal Tax Rate
VA	Valeur Actuelle	PV	Present Value
dac	Durée d'Avantage Compétitif	cap	Competitive Advantage Period
CVE	Création de Valeur Externe	MVA	Market Value Added
CI	Capitaux Investis	CE	Capital Employed
	Décote ou surcote	MBR ou PBR	Market (ou Price) to Book Ratio
MEDAF	Modèle d'Évaluation (ou Équilibre) des Actifs Financiers	CAPM	Capital Asset Pricing Model
cae	Coût de l'Actif Économique	cbr	Cost of Capital Business Risk
tsr	Taux Sans Risque	rfr	Risk Free Rate
prm	Prime de Risque du Marché	mrp	Market Risk Premium
IRO	Indice de Risque Opérationnel	BRI	Business Risk Index
cnd	Coût Net de la Dette	cdn	Cost of Debt Net
IFP	Indice de risque des Fonds Propres	ERI	Equity Risk Index
prf	Prime de Risque Financier	frp	Financial Risk Premium
rfp	Rendement des Fonds Propres	roe	Return On Equity
rsi	Retour Sur Investissement	roi	Return On Investment
tri	Taux de Rendement Interne	irr	Internal Rate of Return
rci	Rendement des Capitaux Investis	roa ou roc	Return On Assets or Capital
RE	Résultat d'Exploitation	OP	Operating Profit
po	Productivité Opérationnelle	oe	Operating Efficiency
pb	Productivité Bilantielle	ce	Capital Efficiency
VOC	Valeur des Opérations Courantes	COV	Current Operations Value
VCA	Valeur de la Croissance Anticipée	AGV	Anticipated Growth Value

PROLOGUE

Avertissement : le lecteur pressé pourra trouver intérêt à commencer sa lecture directement par la première partie, page 11.

I. Le marché a-t-il raison des drames humains ?

Du personnel licencié, des cours de Bourse en hausse : désagréable paradoxe ? Illusion d'optique plutôt ! Les salariés qui pleurent payent pour les erreurs de la gestion passée. La Bourse qui rit s'illusionne des succès à venir. De très nombreuses études montrent que la rentabilité des entreprises françaises est non seulement inférieure à celle de leurs pairs anglo-saxons mais aussi insuffisante dans l'absolu par référence à des critères objectifs. Et ce, quelle que soit l'apparente opulence de bénéficiaires comptables multimilliardaires. Cette remarque s'applique aussi à la plupart des entreprises européennes, latines ou germaniques. Citons trois de ces études : les études de Patrick ARTUS à la Caisse des Dépôts, les travaux de McKinsey de 1994 et 1997 sur ce sujet, et enfin les classements selon le critère de Création de Valeur publiés dans *L'Expansion* depuis 1995 et auxquels l'auteur a collaboré lors des cinq premières éditions.

Les chiffres de ces études de *L'Expansion* indiquent que, jusqu'en 1996 inclus, les entreprises françaises de l'échantillon étudié dégageaient une rentabilité insuffisante. Les chiffres similaires tirés d'échantillons d'entreprises américaines, anglaises et canadiennes indiquent que ces entreprises dégageaient durant ces mêmes années des rentabilités suffisantes. Depuis lors les entreprises françaises sont suffisamment rentables mais leurs homologues étrangères continuent à dégager des rentabilités supérieures, souvent même substantiellement supérieures.

PROLOGUE

Quelles raisons expliquent cette situation d'insuffisante rentabilité ? La Caisse des Dépôts constate au moins deux points essentiels parmi d'autres. D'une part, les entreprises françaises ont sur-investi, ce qui a dégradé leur intensité capitalistique : pour un même Euro de Capital engagé, elles vendent moins aujourd'hui qu'il y a cinq ou dix ans. D'autre part, elles ont financé ces investissements par des ressources de plus en plus chères (du Capital-action plutôt que du Capital-dette) : on constate une baisse significative de leur ratio d'endettement. Par là-même, elles augmentaient le niveau de rentabilité minimum qu'elles devaient atteindre pour satisfaire leurs bailleurs de fonds.

Quoi qu'il en soit, il se trouve que cet état de faible rentabilité objective des entreprises françaises a coïncidé avec un état de chômage endémique dans notre pays. Par contre, les pays anglo-saxons où les entreprises sont beaucoup plus performantes affichent des niveaux d'emploi supérieurs. McKinsey écrit d'ailleurs : « Plus élevé est le Rendement du Capital, moins il est nécessaire d'épargner pour l'avenir et plus les gens peuvent se permettre de consommer aujourd'hui. ... La productivité du Capital détermine donc le taux de rendement et le taux de création de richesse à long terme d'une économie. ... Une économie avec un taux de rendement de l'épargne élevé est en meilleure posture qu'une économie avec de faibles taux de rendement. » Les études menées par différents organismes (Cf. entre autres exemples, Crédit Suisse First Boston : *Shareholder Value in Europe Part II* 20 juin 96) tendent à montrer qu'il existe une certaine corrélation négative entre la Création de Valeur des entreprises d'un pays et le taux de chômage de ce pays. C'est-à-dire que plus les entreprises ont une performance économique bonne et moindre est le taux de chômage de ce pays.

Au niveau des entreprises individuelles, la même constatation peut être faite.

Les groupes Carrefour, L'Oréal ou LVMH qui constituent régulièrement le tiercé gagnant des classements selon le critère de Création de Valeur sont-ils connus pour avoir procédé à des licenciements massifs ces dernières années ? En effet, les entreprises créant de la valeur voient facilité leur accès aux marchés de capitaux et peuvent ainsi mieux financer leurs ressources humaines mais aussi maintenir leur métier existant et investir pour leur avenir. Ce sont les entreprises de ce type-là qui sont les plus innovantes et dont les produits exhibent la meilleure qualité. Réciproquement, les Pechiney, Usinor ou d'autres qui sont – ou ont été régulièrement –

parmi les derniers de ces mêmes classements ont-ils vu s'écouler quelques années de suite sans « dégraissage » ?

Vu leur condition, les entreprises françaises doivent redresser leur performance économique. Pour justifier cette nécessité, il n'est point besoin de tomber dans les lieux communs de la présence des investisseurs étrangers dans leur capital ou de la mondialisation, même si ces deux critères concourent eux aussi aux mêmes effets. Il y va de leur survie : immédiate si elles sont déjà en difficulté, à plus long terme si elles sont en apparente bonne santé aujourd'hui mais insuffisamment pour croître ou se développer en levant de nouveaux capitaux à un prix raisonnable. Il y va aussi de la santé économique de notre pays.

Les entreprises, qui, dans un pays comme la France, ne peuvent ni moduler le prix du facteur de production Travail ni moduler sa quantité, ne peuvent gérer, de manière fine au jour le jour, leur performance économique. Elles en sont donc réduites à effectuer, par à-coups, lorsque « la coupe est pleine », des plans de licenciement qui n'en sont que plus spectaculaires. Avec l'impact médiatique correspondant.

Les enseignements de la comptabilité traditionnelle les y poussent. En effet, que dit cette comptabilité ? Est une charge la rémunération du facteur de production Travail. Le résidu est au seul bénéfice du facteur de production Capital. Ce faisant, cette approche induit une relation d'opposition systématique entre les deux facteurs de production. Le Travail a intérêt à se servir le premier au maximum puisqu'il ne profitera pas du résidu. Le Capital a intérêt à ce que ce résidu qui est sa rémunération soit maximum en diminuant le poids des ponctions antérieures. Sous forme de boutade, cela se traduit par : la Comptabilité est responsable de la lutte des classes et des licenciements !

Création de Valeur, que de licenciements ont été commis en ton nom ! Mensonge grossier diabolisant un bouc émissaire facile face à un public généralement complaisant.

La notion de Création de Valeur est tout autre. Elle fait la distinction non plus entre la rémunération des deux facteurs de production mais plutôt entre l'effort que chacun d'entre eux fait en s'insérant dans le processus de production et le résultat ainsi obtenu. Au titre de la rémunération de l'effort, chaque facteur de production a droit à une rémunération fixe : une sorte de SMIC. Pour le facteur de production Capital, le milieu académique l'appelle le Coût du Capital. Le Profit Economique est le résultat de l'entreprise après cette rémunération fixe des deux facteurs de production. C'est pour cela que depuis des lustres (pour ne