HAL
open science

Création de valeur, 10 ans après...

Nicolas Mottis, Jean-Pierre Ponssard

To cite this version:

Nicolas Mottis, Jean-Pierre Ponssard. Création de valeur, 10 ans après.... 2009. hal-00440010

HAL Id: hal-00440010

https://hal.science/hal-00440010v1

Preprint submitted on 9 Dec 2009

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ECOLE POLYTECHNIQUE

CENTRE NATIONAL DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

CREATION DE VALEUR, 10 ANS APRES …

Nicolas MOTTIS
Jean-Pierre PONSSARD

October 2009

Cahier n° 2009-52

DEPARTEMENT D'ECONOMIE
Route de Saclay
91128 PALAISEAU CEDEX
(33) 1 69333033
http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/
mailto:chantal.poujouly@polytechnique.edu

CREATION DE VALEUR,
10 ANS APRES…

Nicolas MOTTIS[1]
Jean-Pierre PONSSARD[2]

October 2009

Cahier n° 2009-52

Résumé : La création de valeur a été considérée comme l'innovation managériale majeure des années 2000 : couplage des rémunérations des dirigeants sur la valeur boursière, introduction de nouveaux indicateurs de performance axés sur la performance actionnariale, influence croissante des actionnaires sur la stratégie des firmes… Dix ans après, cette démarche est-elle encore en cours ? Cet article revient sur une étude menée par les auteurs au début des années 2000 sur la mise en œuvre de cette approche dans les entreprises qui s'étaient à l'époque les plus engagées dans cette voie. On met en évidence les principaux apports, en particulier la meilleure maîtrise des capitaux engagés, et les difficultés rencontrées, notamment du fait de la forte volatilité des cours boursiers sur la période). Un retour de balancier vers des indicateurs de performance plus opérationnels semble bien caractériser la tendance récente.

Abstract : Value based management was considered as the major managerial innovation of the nineties: managers were to supposed to be turned into owners through redesigned compensation packages including value creation metrics such as EVA and the like, increased influence of shareholders on firms' strategies… Ten years later it is about time to come back. This article indeed revisits a study made at the time by the authors on the implementation of VBM and analyzes the evolutions observed since then. It identifies the main achievements such as the better management of assets and cost of capital, and the difficulties encountered in the alignment of managers' compensation on market value. It discusses the current trend towards more operational performance indicators in that respect.

[1] ESSEC, mottis@essec.fr
[2] Ecole Polytechnique, Département d'Economie, jean-pierre.ponssard@polytechnique.edu

Création de valeur, 10 ans après…

Le concept de création de valeur a modifié les pratiques de pilotage des entreprises depuis la fin des années 80. Les relations avec les actionnaires, la prise en compte plus systématique du coût du capital dans les décisions de gestion et les mécanismes d'incitation des dirigeants ont été plus ou moins affectés selon les entreprises.

Ce concept de création de valeur a d'abord touché les entreprises américaines, avant d'atteindre l'Europe au cours des années 1990 et d'influencer assez profondément aussi bien les discours des dirigeants que la réalité opérationnelle de quelques groupes emblématiques. Dans une recherche précédente conduite à la fin des années 1990 à partir d'interviews de nombreux dirigeants, une typologie de situations avait été élaborée avec l'objectif de mettre notamment en avant l'écart entre discours externes et pratiques internes, d'une part, et l'impact sur quelques outils clés comme les indicateurs de performance ou les systèmes d'incitation, d'autre part (Mottis et Ponssard 2000). La première section de cet article relira la situation actuelle à la lumière de cette typologie.

Cette vogue de la création de valeur comportait en particulier deux dimensions clés: l'optimisation de la performance des capitaux engagés et l'alignement des incitations entre dirigeants et actionnaires. La deuxième section du papier tentera donc, à partir d'une perspective historique sur la rentabilité du capital au niveau international, d'expliquer pourquoi ce concept a perdu de son importance, d'autant plus depuis la crise financière de 2008 qui a remis au premier plan d'autres critères comme la liquidité. Et la troisième section approfondira la question des incitations, point sur lequel les pratiques ont le plus fortement évolué, avec aujourd'hui des problèmes sensibles d'articulation entre finance et management. La conclusion avancera l'hypothèse d'un retour de balancier de la perspective « financière » vers la perspective « opérationnelle », qui s'expliquerait aussi bien par les difficultés de mise en œuvre du « Value Based Management » (VBM) que par l'émergence enfin effective de la dimension « Responsabilité Sociale d'Entreprise » (RSE) dans la gouvernance des entreprises.

1. Le VBM : quelle évolution en 10 ans ?

La recherche réalisée à la toute fin des années 1990, portaient sur plusieurs dizaines d'entreprises en France, en Allemagne, au Royaume-Uni et aux USA. Une attention particulière fut accordée aux entreprises ayant mis en œuvre une approche dite de « création de valeur ». L'une des conclusions fut qu'au-delà de discours généralement très volontaristes sur la création de valeur, les réalités étudiées pouvaient être classées en 3 types (Cf. Tableau 1).

Tableau 1 : situations types rencontrées (Source, Mottis et Ponssard, 2000)

	Situation n°1 « Cette approche ne modifie pas notre pilotage »	Situation n°2 « Nous utilisons ces notions pour améliorer nos systèmes à la marge»	Situation n°3 « Nous voulons déployer l'ensemble de l'approche »
Utilisation des notions de création de valeur	Essentiellement pour la communication financière externe	Rénovation des indicateurs utilisés pour l'évaluation des performances	Réforme à la fois des bases de calculs et de la structure de la rémunération
Principaux arguments invoqués	Ces indicateurs n'apportent rien de véritablement nouveau Ce type de politique de rémunération ne correspond pas à notre culture interne	Sensibiliser sur la nécessité du bouclage entre performance opérationnelle et valeur actionnariale. En particulier, sensibiliser les managers sur le coût du capital.	L'ensemble des salariés doivent agir dans l'intérêt des actionnaires et bénéficier de la valeur créée
Niveau d'application de l'approche	Niveau Groupe et éventuellement Branche	Groupe, Branche et Dirigeants des Business Units	Groupe, Branche et membres du Comité de Direction des Business Units
Bouclage avec les systèmes de rémunération	Non	Oui, il est réalisé à la marge (changement du panier de critères sans modification radicale de la structure des rémunérations)	Oui, il est fortement recherché et s'accompagne de profonds changements des rémunérations (plus forte variabilité, stock options…)
Principaux problèmes mis en avant	Approche jugée incompatible avec la culture d'entreprise	Il existe encore de nombreux débats techniques non tranchés (coût du capital, retraitement des goodwill, amortissement de la R&D…) Difficulté de bien repérer les bons leviers d'action opérationnels	Idem Situation n°2 + Un souci de réaliser de nombreuses simulations pour anticiper et contrôler les effets pervers associés à des rémunérations plus variables et formalisées

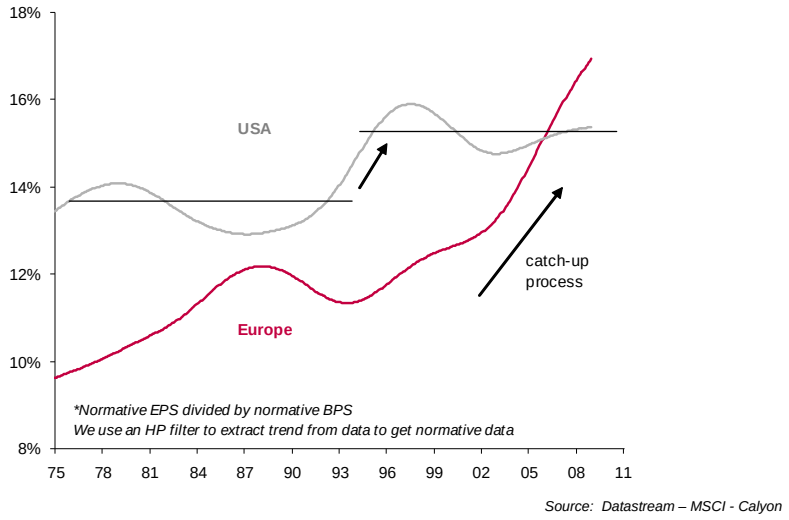
La situation 1 s'expliquait essentiellement par des considérations de relations publiques externes (répondre à la pression des marchés financiers en matière de gouvernance d'entreprises). La vraie question était alors de savoir si les entreprises en question allaient se contenter de satisfaire à un effet de mode (adoption de la référence à la création de valeur comme discours idéologique incontournable) ou bien s'il s'agissait d'une étape pour modifier les pratiques internes. La situation 2 – la plus courante – correspondait à une étape dans laquelle l'entreprise reconnaissait que, si son but fut de tout temps de créer de la valeur, les développements récents fournissaient une aide pour rendre cette idée plus opérationnelle. La situation 3 renvoyait quant à elle à quelques cas emblématiques en Europe et aux Etats-Unis: l'entreprise déployait systématiquement les démarches de création de valeur décrites par dans des ouvrages tels que Stewart (1991) et déclinées sous de multiples variantes par de nombreux cabinets de conseil.

Nous avons au cours des dix dernières années eu l'occasion de suivre et de travailler avec de nombreuses entreprises que l'on aurait pu positionner en 1, 2 ou 3. La première chose frappante aujourd'hui est la réaction de ces mêmes dirigeants par rapport à la question « où en êtes-vous en termes de pilotage de la création de valeur ? » : « c'est devenu tellement évident que l'on n'en parle même plus ! ». Tous expliquent invariablement : « oui, c'est incontournable, nous avons fait de gros efforts pour optimiser notre coût du capital et mieux contrôler le niveau de nos capitaux engagés au cours de dernières années » ; « nous avons d'ailleurs développé nos propres critères pour cela ». Victime collatérale de cette diffusion généralisée des principes du VBM, il devient très difficile de trouver des entreprises qui citent explicitement l'EVA ou la MVA, critères qui avaient pourtant fait l'objet d'un dépôt de marque par leur promoteur (!) et de classements dans la presse il y a quelques années (Cf. Fortune aux USA et l'Expansion en France). Pour expliquer cette quasi-absorption (plutôt que réelle disparition) par les entreprises, il est utile de faire un détour par quelques éléments macro-économiques s'inscrivant dans la longue durée.

2. Création de valeur et perspective longue : le poids des aspects macro-économiques

2.1. Le rattrapage de l'Europe

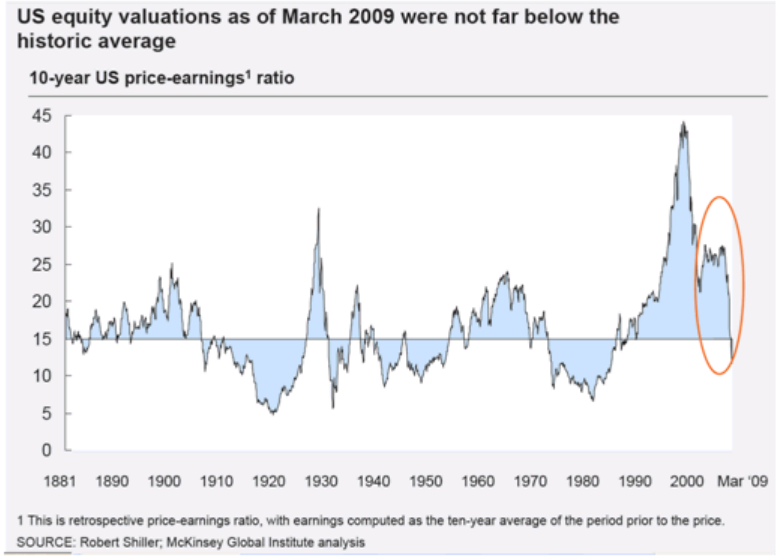
Comme cela a été largement documenté, l'un des facteurs explicatifs clés de la vague de la création de valeur dans les années 80 et 90 fut la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes. Leur objectif premier étant de maximiser la valeur de leur participation, le besoin de critères de mesure de la performance financière était évident. Dans le cas de la France et plus généralement de l'Europe continentale, un autre facteur explique la pression exercée par les actionnaires sur les dirigeants des firmes concernées : la sous rémunération structurelle du capital par rapport aux entreprises américaines, sous rémunération qui était maximale au début des années 90 (au moment où précisément les actionnaires « classiques » prenaient une place plus importante), puis qui s'est progressivement effacée à partir du milieu des années 2000 (Cf. Graphique 1)



Graphique 1 : Trans-Atlantic Convergence of Profitability – Comparaison des Return On Equity US/Europe sur 1975-2008 (Source : MSCI – Calyon Département Recherche)

Outre cet effet de rattrapage attendu des entreprises européennes au début des années 90, la période a également été marquée par une forte progression des valeurs boursières, jusqu'à l'éclatement de la bulle internet, conduisant à une attention marquée pour cette dimension de la performance (Cf. Graphique 2 pour le cas américain).

Graphique 2 : 128 ans de PER aux Etats-Unis

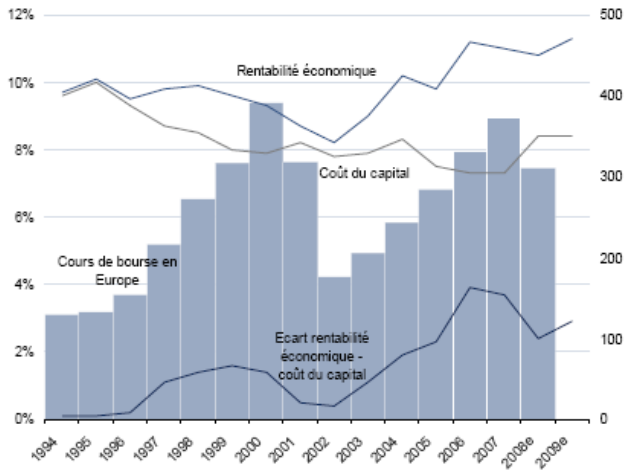


2.2. Rentabilité économique et coût du capital

L'une des explications clés de cette progression est la progression de la rentabilité économique due notamment à la baisse du coût du capital (Cf. Tableau 1).

Tableau 1 : ROCE vs WACC

Rentabilité économique, coût du capital des groupes européens cotés (échelle de gauche) et évolution des cours boursiers (échelle de droite) (Source : Lettre Vernimmen, Juillet-Août 2008)



La création de valeur nécessite d'obtenir un taux de rentabilité des investissements supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque. L'entreprise constitue alors une rente. Sur le graphe précédent, on observe une corrélation frappante entre d'une part l'évolution de la rente économique des entreprises mesurée par l'écart entre la rentabilité économique et le coût du capital et d'autre part les cours de bourse

Ces données macro-économiques, qui intègrent des phénomènes aussi lourds que les politiques de taux d'intérêt ou les niveaux de croissance sur la période, montrent indéniablement une amélioration de la création de valeur, au sens purement financier, des groupes considérés, mais laissent ouverte la question de l'impact du management de ces entreprises sur cette création de valeur. Celle-ci n'est-elle que le résultat de la chance, du contexte sectoriel, des effets de la conjoncture ? Cette question est d'autant plus sensible que suite à la crise financière récente, la presse économique abonde en articles expliquant en long et en large que les performances opérationnelles de tel ou tel groupe sont en fait excellentes, que le management est de grande qualité ou que l'entreprise est très innovante… et que pourtant la valeur boursière de l'entreprise a baissé de X dizaines de pourcents depuis septembre 2008 ! Une réponse facile serait de considérer que les marchés financiers sont absurdes et réagissent de façon totalement irrationnelle, aboutissant à des valorisations sans aucun rapport avec les fondamentaux. S'il peut y avoir une part de vérité dans cette version des faits, on remarquera alors que cette irrationalité n'a pas souvent été évoquée lorsque les managers de ces mêmes entreprises bénéficiaient par divers mécanismes (*stock options* ou autres) de fortes hausses des cours… peut-être légèrement décorrélées de leur propre performance managériale.

2.3. Le management a-t-il un impact sur la création de valeur ?

Evacuons donc dans un premier temps la question de l'imperfection des marchés et essayons de voir s'il est possible de prouver que le management a un impact significatif sur la création de valeur. A cet effet, on peut utiliser un critère classique en finance d'entreprise : le TSR ou *total shareholder return*, qui donne la rentabilité d'un investissement dans une entreprise en intégrant tous les mouvements de cash associés à cet investissement sur une période donnée (achat de titres, dividendes perçus, rachat éventuel d'actions, cession des titres avec ou sans plus value). Ce critère TSR permet ainsi de comparer facilement les performances financières réelles d'entreprises du point de vue de l'actionnaire.

Il existe différentes bases de données qui permettent ces comparaisons pour des milliers d'entreprises. Retenons ici le palmarès des entreprises les plus créatrices de valeur au cours de la décennie écoulée (2000-2008 – voir tableaux 2 et 3).

Tableau 2 : Palmarès mondial des 10 plus grandes* entreprises les plus profitables sur 2000-2004

Rang	Entreprise	Pays d'origine	Secteur	TSR annuel moyen sur 2000-2004 (%)	TSR 2005 ** (%)
1	Vale do Rio Doce	Brésil	Mines et matériaux	48.5	28.1
2	EBay	US	Distribution	30.0	-36.9
3	British American Tobacco	UK	Grande consommation	29.0	20.0
4	Altria Group	US	Grande consommation	28.7	11.1
5	Boston Scientific	US	Pharmacie et technologie médicale	26.6	-34.8
6	Exelon	US	Services	24.3	25.6
7	Nissan Motor	Japon	Automobile	24.3	12.1
8	Caterpillar	US	Biens industriels	19.0	18.7
9	Tesco	UK	Distribution	14.4	-0.9
10	Lowe's	US	Distribution	14.3	9.9

* parmi les 119 firmes mondiales ayant une capitalisation boursière supérieure à 25 milliards de US$
** Au 30 septembre 2005
Source : Boston Consulting Group, « The 2005 Value Creators Report », décembre 2005, *www.bcg.com*

Tableau 3 - Palmarès mondial des 10 plus grandes* entreprises les plus profitables sur 2003-2007

Rang	Entreprise	Pays d'origine	Secteur	TSR annuel moyen sur 2003-2007 (%)	TSR 2008 ** (%)
1	Apple	US	High tech et télécom	94.2	-15.5
2	ArcelorMittal	Pays-Bas	Mines et matériaux	93.4	19.5
3	Reliance Industries	Inde	Chimie	77.2	-26.1
4	America Movil	Mexique	High tech et télécom	68.9	-18.2
5	Monsanto	US	Chimie	65.6	13.6
6	ABB	Suisse	Biens industriels	60.5	-10.9
7	Xstrata	UK	Mines et matériaux	58.3	13.8
8	China Mobile	Hong Kong	High tech et télécom	53.1	-23.4
9	Vale do Rio Doce	Brésil	Mines et matériaux	52.3	-2.5
10	Nintendo	Japon	Grande consommation	45.8	-8.8

* parmi les 95 firmes mondiales ayant une capitalisation boursière supérieure à 50 milliards de US$
** Au 30 juin 2008
Source : Boston Consulting Group, « The 2008 Value Creators Report », septembre 2008, *www.bcg.com*

Que peut-on en conclure ?

Tout d'abord que les meilleurs ne le restent pas longtemps : si l'on considère les dix meilleurs, il n'y en a qu'un que l'on retrouve dans la première et la deuxième moitié des années 2000 (le brésilien Vale do Rio Doce).

Sur une aussi courte période (à peine 10 ans), il est peu probable que le management de toutes ces entreprises ait été profondément bouleversé. Si les mêmes managers sont restés en place et que le classement a été complètement renouvelé, on peut l'expliquer soit par le fait que ce management a dérapé (hypothèse peu vraisemblable), soit par le fait que des facteurs externes ont joué un rôle tout aussi significatif (hypothèse plus réaliste).

Autres constats : les niveaux de performance sont extrêmement élevés pour les leaders (plus de 50% de TSR par an pour les meilleurs), il y a une grande hétérogénéité de secteurs d'activité (de la grande consommation aux mines) et la montée en puissance d'acteurs des pays émergents est flagrante sur la période (1 sur les 10 meilleurs au début, pratiquement 5 sur 10 à la fin). La conclusion de cette deuxième série de constats est plus mitigée : si l'impact de paramètres macro-économiques semble évident pour expliquer le niveau des

performances (par exemple, la percée des pays émergents ou la baisse des taux d'intérêt combinée à la maximisation des effets de levier liés à l'endettement facile dans de nombreuses firmes), il ne semble pas non plus y avoir de fatalisme géographique ou sectoriel. On peut être aussi bien dans la chimie américaine, la grande consommation japonaise ou la téléphonie mobile chinoise pour s'en sortir.

Ce qui est observable ici avec les plus grandes capitalisations étant également vrai pour les plus petites, on retombe sur un facteur explicatif clé de la performance : la qualité du management et de la stratégie mise en œuvre, même si en 2008 on constate que la crise touche également les meilleurs qui affichent des TSR négatifs.

Dans une perspective managériale, pour enrichir l'analyse des performances, des classements par secteurs (distribution, automobile, mines, etc.) permettent d'aller un cran plus loin et de repérer – toutes choses égales par ailleurs, puisque les entreprises fonctionnent a priori dans le même cadre – les facteurs de performance financière : croissance de l'activité, amélioration de la marge, optimisation de la structure financière, meilleure perception par le marché, etc. C'est d'autant plus important que des phénomènes conjoncturels – tension sur les matières premières par exemple – peuvent conduire à des niveaux de TSR radicalement différents selon les secteurs (Cf. tableau 3).

Tableau 3 – Les TSR par secteur au niveau mondial* sur 2003-2007

Secteur	TSR annuel moyen sur 2003-2007 (%)
Mines et matériaux	36.6
Biens industriels	29.5
Chimie	24.2
Utilities	23.6
Automobile	19.0
Voyage et tourisme	18.0
High tech et télécom	16.5
Grande consommation	15.5
Distribution	11.7
Pharmacie et technologie médicale	7.0

* sur un échantillon représentatif de 644 entreprises cotées – base Thomson Financial Datastream

Source : Boston Consulting Group, « The 2008 Value Creators Report », septembre 2008, www.bcg.com

Conclusion d'un point de vue « pilotage » : les managers ont sans aucun doute un fort impact sur la performance, mais la vague (le secteur) sur laquelle ils surfent et la mer (taux d'intérêt, conjoncture…) sur laquelle ils se trouvent jouent un rôle clé. Définir une politique d'incitations dans ce cadre est donc loin d'être évident. C'est pourtant certainement l'un des points sur lesquels la vogue du VBM a eu la plus grande influence.

3. Création de valeur et incitations

3.1. Aligner les incitations sur la création de valeur : réveiller des dirigeants souvent installés dans leur confort matériel

Dans les années 80 les rémunérations des dirigeants d'entreprises restaient marquées par des références comptables et par leur faible corrélation avec la performance boursière. Cette absence de corrélation est mise en avant dans l'article célèbre de Jensen and Murphy (1990) selon lequel la compensation moyenne d'un CEO d'une entreprise américaine augmenterait de $3.25 pour une augmentation de $1,000 de la valeur de l'entreprise, soit une élasticité de 0.1 (ces résultats ont été nuancés par la suite, voir par exemple Hall et Liebman, 1998). Le poids et la dépendance vis-à-vis des références comptables a été particulièrement bien mis en évidence dans l'article de Bertrand et Mullainathan (2001). Cet article montre par exemple que dans les années 80 les compensations des dirigeants des sociétés pétrolières américaines suivaient à la hausse les prix du pétrole en relation avec les hausses des profits comptables résultant des ces hausses… et ne reculaient guère lors des baisses de ces prix.

L'accent mis sur la création de valeur ne pouvait pas ne pas susciter une réaction sur les modes de compensation: après tout la rémunération à la performance est une vieille idée. D'ailleurs un certain nombre de cas exemplaires sont vite apparus sur le devant de la scène. L'un d'entre eux est particulièrement intéressant par la méthode et les questions qu'il soulève. Dial et Murphy (1995) rapportent les changements intervenus suite à l'arrivée de Bill Anders à la tête de General Dynamics en Janvier 1991. L'entreprise est à l'époque représentative du complexe militaro-industriel, son cours de bourse a plongé avec la baisse des commandes suite à la chute du mur de Berlin. Bill Anders va complètement revoir la stratégie (focalisation sur le « cœur de métier » via cessions et acquisitions, fermetures de sites industriels Pour cela il met en place un intéressement direct sur la performance boursière : la nouvelle équipe dirigeante (plus de la moitié de l'ancienne équipe est partie) recevra des salaires garantis en dessous de la moyenne du secteur mais elle bénéficiera de primes exceptionnelles chaque fois que le cours de bourse augmentera de $10 pour un cours initial de $25. Ces cibles, jugées fantaisistes lorsqu'elles furent fixées, furent en fait atteintes successivement dès Mai et Octobre 1991. Le cours de bourse fin 1993 devait être multiplié par 6, alors que l'indice sectoriel n'était multiplié que par 2.5. Dial et Murphy discutent en détail les réactions de la presse devant ces primes, alors que l'entreprise licencie par ailleurs. Ils s'interrogent aussi sur le partage de la valeur créée entre actionnaires, dirigeants et salariés, mettant en évidence la part prépondérante recueillie par l'équipe dirigeante par rapport aux autres salariés

Un tel exemple n'est pas isolé même si peu d'entreprises sont allées aussi loin dans ce principe d'alignement des incitations entre dirigeants et actionnaires (dans le cas de General Dynamics, le système était conçu pour qu'un dirigeant puisse même décider de supprimer son propre poste si la création de valeur pour l'actionnaire le justifiait et en tire au passage un profit personnel très élevé…). De nombreuses entreprises françaises vont ainsi revoir et uniformiser leurs systèmes de rémunérations pour leurs cadres dirigeants, en introduisant des mécanismes d'intéressement sur la performance boursière. Parmi ces systèmes, le plus connu concerne l'utilisation d'un indicateur ancien remis au goût du jour : le bénéfice résiduel rebaptisé pour l'occasion l'EVA (« economic value added »).

3.1. L'EVA comme outil emblématique de la création de valeur

Le succès de l'EVA tient sans doute à deux facteurs : sa cohérence formelle (la valeur actuelle nette des cash flows nets futurs peut s'exprimer comme la valeur actuelle nette des bénéfices résiduels futurs, Ponssard et Zarlowski, 1999, Albouy, 2006) et le fait que cette relation puisse se décomposer au sein de l'entreprise (le cash flow net de l'entreprise peut s'exprimer comme la somme des cash flows de ses divisions). Dans ces conditions, une cible boursière pourra en principe être répercutée comme autant d'objectifs décentralisés au sein de l'entreprise. Ces propriétés expliquent que l'EVA fut saluée par la littérature spécialisée comme l'innovation managériale majeure des années 90 (O'Hanlon et Peasnell, 1998).

Rappelons brièvement ces attributs spécifiques de l'EVA. En simplifiant l'EVA se définit comme la différence entre la rentabilité économique (définie souvent comme le ROI pour return on investments ou le ROCE pour return on capital employed) et le coût moyen pondéré du capital, le tout multiplié par les capitaux investis. La relation entre valeur actualisée des cash flows nets et EVA est une relation comptable ancienne tombée en désuétude dans la littérature financière (Bromwich et Walke, 1998) mais elle est très parlante pour les opérationnels. Elle permet d'identifier une « valeur créée » annuelle plus palpable qu'un taux de rentabilité comme le ROI. Si on admet que la valeur boursière (plus la dette nette) reflète la valeur actualisée des cash flows nets, il doit y avoir une cohérence entre les EVAs futurs et la valeur boursière (ce qui est bien conforme aux résultats du tableau 1). Se fixer une cible en termes boursiers (comme dans l'exemple de General Dynamics) se traduit donc implicitement comme se fixer des objectifs d'EVAs (pour un calcul détaillé en ce sens, voir Mottis et Ponssard, 2001-2002).

Des techniques ont été développées pour traduire ces idées en pratique (Stern 1991), la détermination d'une cible d'EVAs en relation avec une cible boursière a fait l'objet d'une attention particulière basée sur des modélisations économétriques plus ou moins ad hoc (O'Byrne et Young, 2006). La question portant sur la décomposition de cette cible en cibles par divisions au sein de l'entreprise concernée est quant à elle souvent restée à la discrétion des praticiens.

L'EVA se présente ainsi comme un outil emblématique qui selon ses promoteurs aurait vocation à aligner les incitations des managers sur la création de valeur pour les actionnaires. Au sein de l'entreprise, les responsables de divisions deviendraient en quelque sorte responsables de leurs actifs, et cette mise en responsabilité correspondrait à une sorte d'introduction fictive en bourse (à la manière d'un Leverage Management Buy Out). La création de valeur pénètrerait ainsi au niveau de managers opérationnels peu férus de calculs financiers.

Selon une enquête menée par Hossfeld et Klee (2003), les entreprises du CAC 40 qui faisaient mention de l'EVA dans les années 2000 dans leur rapport annuel incluaient : Accor, Danone, Lagardère, Lafarge, Michelin, Suez, Vinci…

3.3 Montée et déclin de l'EVA

On dispose maintenant d'un certain recul sur les mises en œuvre de l'EVA : des études comparatives et des études de cas détaillées. Notons d'emblée que les mises en œuvre ont été

diverses (Malmi et Ikäheimo, 2003) et donc que l'analyse des résultats devraient idéalement se faire en ayant connaissance des modalités précises utilisées.

Parmi les études comparatives on peut citer l'étude de Lovata et Costigan (2002) qui révèle que le taux d'adoption est plus élevé dans les firmes ayant des problèmes importants d'agence (structure du capital dispersée et donc pas d'actionnaire fort de référence) ce qui est conforme à la nouvelle théorie financière explicitant les enjeux associés à la gouvernance. Ils mettent aussi en évidence que les firmes ayant un taux élevé de R&D ont peu utilisé l'EVA, sans doute du fait de la difficulté correspondante à décomposer les cibles en interne.

En ce qui concerne les études de cas on peut en citer trois. Riceman et al. (2002) analysent une entreprise ayant sélectivement mis en ouvre l'EVA dans une division et pas dans les autres. Un point intéressant est mis à jour : les managers soumis à l'EVA apprécient particulièrement l'alignement des objectifs tout au long de la ligne hiérarchique. Ce point favoriserait fortement leur efficacité (telle qu'appréciée subjectivement par les managers eux-mêmes). Ceci permet de bien comprendre en quoi la mise en œuvre de l'EVA peut constituer pour un CEO un signal fort en interne quant à son engagement vers dans la création de valeur. L'importance de bien communiquer cet engagement a aussi été souligné par Haspelagh et al. (2001).

Ittner et Larcker (1998) reviennent sur une des premières mises en œuvre de l'EVA qui concerne ATT. Après en avoir été une entreprise phare, ATT a progressivement abandonnée l'EVA. En fait d'autres indicateurs ont été introduits tels que la satisfaction des clients et des employés. Plus profondément, la discordance entre les bonnes performances en terme d'EVA et les mauvaises performances boursières semble avoir eu raison à la fois du CEO à l'origine du système et du système lui-même. Cette discordance peut être attribuée au report des capitaux engagés pour des acquisitions coûteuses pour ne pas pénaliser les EVA des années suivantes, technique préconisée par Stern (1991) pour éviter de faire de l'EVA un indicateur de court terme.

Larmande et Ponssard (2008) ont mené une étude sur longue période au sein d'un groupe industriel leader mondial dans son secteur. Cette étude longitudinale permet de bien comprendre la montée en puissance et le déclin de l'EVA. Le tableau 4 résume cette évolution.

Tableau 4 : Evolution du système EVA dans l'entreprise XYZ (source Larmande & Ponssard, 2008)

années	Indicateurs	Cible EVA
Avant 2000	EBITDA, EBIT, exceptionnellement ROCE	Négociation interne ex ante et ex post en référence au budget
2000-2003	Bonus EVA annuel et bonus EVA sur 3 ans	Calibrage externe via anticipation du cours de bourse Décomposition interne top down Aucune négociation
2003-2006	Bonus EVA annuel et bonus EVA sur 3 ans	Calibrage interne (i.e. retour à l'EVA positif en 3 ans et/ou ROI minimal) et décomposition interne top down Négociation ex ante par exception Aucune négociation ex post
2006- ?	Le bonus EVA sur 3 ans est abandonné Le bonus annuel est revu avec : 1/3 pour l'EVA, 1/3 pour le TSR, 1/3 pour KPI spécifique pour chaque division	Calibrage interne top down et bottom up avec un retour en vigueur de la référence budgétaire Part plus importante de la négociation interne ex ante basée sur le budget

Ce tableau met en évidence plusieurs éléments que l'on retrouve dans d'autres entreprises.

Tout d'abord, la forte volonté du top management de rompre avec une pratique de compensation basée sur des négociations internes utilisant le budget comme référence. Cette pratique est souvent perçue comme doublement pénalisante : tout d'abord elle détourne le budget de sa fonction de prévision en lui associant des enjeux tactiques, en outre du fait des possibilités de lissage et de justification ex post, les primes accordées sont le plus souvent très peu variables (Jensen, 2001). Sur le plan technique, l'usage de références comptables dans les systèmes traditionnels était associé à quelques biais techniques bien connus : la possibilité de manipuler fortement le résultat d'une année sur l'autre, la déconnexion entre certaines valeurs retenues en comptabilité et des réalités économiques (stock comptabilisés en valeur historique ou capital gratuit par exemple), la difficulté à reboucler les données comptables avec une vision en flux de cash (seule vision qui importe vraiment aux actionnaires sur le long terme). Pourtant, la mise on œuvre de critères faisant directement le lien avec les valeurs boursières a posé toute une série de nouveaux problèmes.

De fait dans l'entreprise XYZ, l'introduction de l'EVA en 2000-2003 s'est accompagnée d'un accroissement important de variabilité des primes. Ceci n'a pas manqué de susciter de fortes réactions sur la légitimité des écarts entre les primes accordées et sur le rôle arbitraire des facteurs liés à l'environnement de tel ou tel Business Unit. Dans un deuxième temps 2003-2006, la difficulté à fixer des cibles « justes et réalisables » pour l'EVA est devenue telle que la direction a finalement cédé du terrain par rapport à la référence boursière et le système est progressivement revenu à une cible en référence au budget. Enfin, à partir de 2006, l'enjeu sur la prise en compte du coût du capital dans les opérations est passé au deuxième plan (ou bien a été considéré comme passé dans la pratique, les managers s'intéressant dorénavant autant au compte d'exploitation qu'au bilan de leurs unités) devant l'importance d'enjeux opérationnels

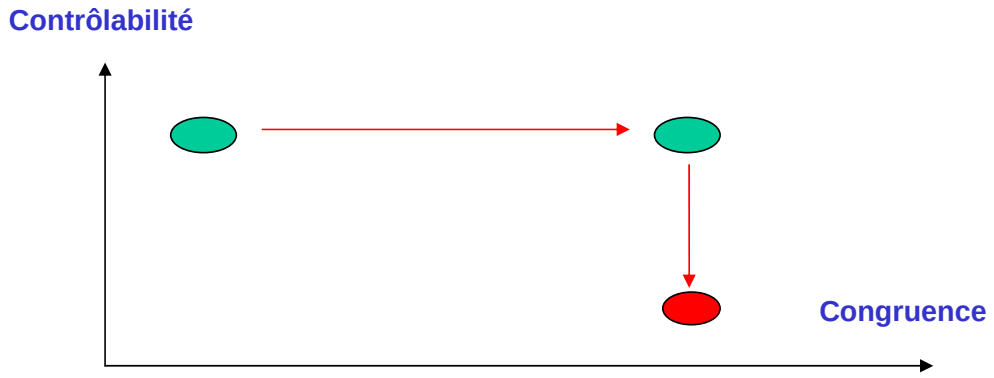
plus nouveaux (développement de nouveaux produits, sécurité…) ou bien de court terme (liquidité). Notons aussi que la performance en matière de TSR calculée en relatif par rapport à des entreprises comparables, présente dans le package de compensation de nombreux groupes, est venu remplacer l'EVA comme une référence plus directe au marché boursier.

Ainsi partant d'une critique des systèmes de rémunération traditionnels de ne pas traiter suffisamment directement la quantification du lien entre évaluation externe de la performance (par les actionnaires) et interne (par les dirigeants), les nouvelles politiques se sont elles caractérisées par la distinction explicite entre le point de vue de l'actionnaire et celui des dirigeants de l'entreprise et la connexion entre les deux via des mesures de type EVA.

3.4 Essai d'interprétation : le dilemme congruence contrôlabilité

On peut résumer ce basculement en considérant deux dimensions (Cf. graphique 3) : la contrôlabilité, c'est-à-dire la capacité à maîtriser effectivement un phénomène en disposant des leviers d'action correspondants, et la congruence, c'est-à-dire l'alignement des intérêts, entre le dirigeant et l'actionnaire dans ce cas. Si la prise en compte de la contrôlabilité a perdu beaucoup de terrain, conséquence naturelle de la critique des approches comptables et budgétaires traditionnelles, la congruence a pris une grande place et a justifié des évolutions comme l'explosion des parts variables, en particulier assises sur des vecteurs comme les actions ou stock options supposées manifester l'alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Graphique 3 : Un changement majeur de philosophie



Tout aurait pu se passer pour le mieux dans le meilleur des mondes si la migration s'était effectuée vers le coin supérieur droit du graphique, mais cela est techniquement très difficile. Ce qui a été gagné en congruence a *de facto* entraîné une forte perte de contrôlabilité. Or en pratique, on a ouvert la boite de pandore sans vraiment savoir comment la refermer.

Les stock options fournissent un exemple caricatural des difficultés rencontrées. Tout d'abord quelle référence retenir pour la fixation de leur prix. En toute logique, il n'y a pas lieu de récompenser (par un surplus de rémunération) une performance correspondant à l'attente du marché. On voit tout de suite la difficulté à bien calibrer à l'avance une politique d'incitation basée sur les stocks options : estimation du coût du capital, élimination des « bruits » ayant

affecté le cours de l'action indépendamment des efforts spécifiques des dirigeants (taux d'intérêt, cycles d'activités, etc.). En outre, cette politique constitue un encouragement au rachat d'actions pour augmenter le cours de bourse et ne permet pas d'éliminer le risque de renégociation des plans précédents en cas « d'accidents » boursiers. De nombreux scandales – comme les manipulations *ex post* des prix des options – sont explicables par ces possibilités « d'ajustement »… Il s'agit typiquement du cas ou en pratique l'objectif d'alignement des incitations a largement échoué.

Ceci dit, si la pression générale vient des marchés financiers, elle correspond souvent à une demande des cadres eux-mêmes qui souhaitent voir se développer les rémunérations au mérite et on touche là un point fondamental. Ce basculement observable au niveau mondial est aussi la traduction concrète d'une vision souvent caricaturale de la théorie économique des incitations. Les arguments de base sont les suivants : la performance est corrélée à l'effort, l'effort est difficile voire désagréable, l'argent est une bonne chose. En conséquence, la performance varie directement en proportion de l'argent obtenu. Cette conception a été considérée comme une évidence dans le VBM et a contribué à justifier non seulement la très forte augmentation des parts variables, mais aussi l'explosion du spectre des rémunérations (avec des écarts entre dirigeants et salariés passés de 1 à 20 ou 30 à 1 à plus de 100 voire 200 dans des pays comme la France), phénomène qui avait démarré aux Etats-Unis dès les années 60 et qui a progressivement touché l'ensemble de la planète.

Dit brutalement, le problème vient notamment du fait qu'il n'est pas sûr qu'il faille nécessairement mieux rémunérer les managers (ou tout autre type d'acteur d'ailleurs) pour qu'ils travaillent mieux d'une part, et que mettre le doigt dans un tel engrenage peut conduire à des situations absurdes, d'autre part. Ces arguments ont déjà été explorés depuis longtemps, y compris dans la littérature économique, sans pour autant conduire à calmer les tenants du « dogme ».

Petit détour par la théorie… La notion de contrat est au cœur des nouvelles approches évoquées plus haut : l'idée est que l'on peut définir un contrat intelligent, entre dirigeants et actionnaires notamment, en s'appuyant sur des mécanismes d'incitations qui alignent les intérêts des parties (tout le monde aurait intérêt à ce que le contrat soit respecté). Dans cette vision du monde, les comportements sont structurés par des incitations « extrinsèques » : un acteur extérieur à l'action elle-même rémunère l'opérateur et c'est cette rémunération « externe » qui motive l'action.

Sans entrer ici dans un débat philosophique, il est clair que cette vision a, comme on l'a vu, de fortes conséquences pratiques. Elle a fait l'objet de nombreux débats y compris parmi les dirigeants d'entreprises eux-mêmes. Pour n'en citer qu'un (Spinetta 2006) : « L'idée selon laquelle il faudrait que le patron soit intéressé financièrement à la progression du cours de l'action pour qu'il donne le meilleur de lui-même est une idée obscène ». Différents travaux académiques (Kohn, 1993, Frey & Oberholzer, 1996) ont également creusé depuis longtemps ces points et tendent à confirmer que ce schéma génère effectivement de multiples comportements pervers, favorise les attitudes purement utilitaristes, voire même détruit les motivations « intrinsèques » des acteurs à créer, innover ou s'engager simplement par conviction. De façon plus inquiétante, ces travaux mettent aussi l'accent sur les risques majeurs de hold-up, compte tenu de l'inévitable forte asymétrie d'information entre celui qui décide au cœur de l'action (le dirigeant) et celui qui règle les paramètres du contrat tout en restant largement en dehors (l'actionnaire). Les nombreux scandales récents vont de toute

évidence dans le sens de ces objections et doivent donc amener à considérer les aspects opérationnels évoqués plus haut avec le plus grand soin.

4. Conclusions

Pour conclure sur cette question de création de valeur et management, on pourrait noter trois points.
Premièrement, passé la phase d'optimisation générale des capitaux engagés dans la grande majorité des entreprises, les dernières années ont été marquées par le retour à des critères plus classiques, tel que le ROCE, ou plus conjoncturel, tel que le suivi de la trésorerie, notamment depuis la crise financière de 2008.
Deuxièmement, sur un plan macro-économique la pression relative sur l'optimisation du coût du capital et des capitaux engagés a beaucoup baissé dans le cas des entreprises françaises, simplement du fait du rattrapage effectué au cours de la décennie écoulée vis-à-vis des groupes américains en particulier.
Troisièmement, la remise en cause générale, notamment sur la scène politique et syndicale, de mécanismes d'incitations jugés abusifs et la montée d'autres thèmes (RSE : sécurité, environnement…) déplacent le problème sur des approches mettant davantage l'accent sur les dimensions non financières du pilotage et marquent probablement le retour vers l'opérationnel et la contrôlabilité des systèmes de pilotage.

Bibliographie

Albouy M., « Théorie, Applications et limites de la mesure de la création de valeur, *Revue Française de Gestion*, vol. 32, n° 160, 2006, p.139-158

Bertrand M et Mullainathan S., "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are", *Quarterly Journal of Economics*, 2001, p. 901-932.

Bromwich, M. et Walker M., "Residual income past and future, *Management Accounting Research*, vol. 9, 1998, p. 391-419.

Dial J. et Murphy K., "Incentives, downsizing and value creation at General Dynamics", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p.261-314.

Frey et Oberholzer-Gee, "The old lady visits your backyard", *Journal of Political Economy*, *1*996.

Gneezy U. et Aldo Rustichini A., "A fine is a price", *Journal of Legal Studies*, janvier 2000.

Hall Brian J. et Jeffrey B. Liebman, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics*, CXIII, 1998, p. 653– 691.

Haspeslagh Ph., Noda T. et Boulos F., "Managing for value : It's not just about the numbers", *Harvard Business Review*, juillet-août, 2001, p. 65-73.

Hossfeld C. et Klee L. "Performance reporting on EVA by French and German Companies", 2nd workshop on Performance and Management Control, Sept. 2003, Nice.

Ittner C. et Larcker D., "Innovations in performance management: trends and research implications", *Journal of Management Accounting Research*, vol. 10, 1998, p. 205-239.

Jensen M. C. et Kevin J., "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, vol. XCVIII, 1990, p. 225–264.

Jensen, M. C., "Corporate budgeting is broken – Let's fix it", *Harvard Business Review*, novembre 2001, p. 84-101.

Kohn A., « Why incentive plans cannot work », *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1993, p. 54-63.
Larmande F. et Ponssard J.-P., "Implementation of an EVA compensation scheme", in : *Reward Management Facts and Trends in Europe*, eds. Matti Vartiainen et *al*., Pabst Science Publishers, 2008, p. 69-96.
Lovata L. et Costigan M., "Empirical analysis of adopters of economic value added", *Management Accounting Research*, vol. 13, 2002, p. 215-228.
Malmi T. et Ikäheimo S., "Value based management practices-some evidence from the field", *Management Accounting Research*, vol. 14, 2003, p. 235-254.
Mottis N. et Ponssard J.-P., « Création de valeur et rémunération des dirigeants: enjeux et pratiques », *Annales des Mines - Gérer & Comprendre*, juin 2000, p. 78-90.
Mottis N. et Zarlowski P., « Making managers into owners: an experimental research on the impact of incentive schemes on shareholder value creation », Document de Recherche CERESSEC, octobre 2001.
Mottis N.et Ponssard J.-P., « Les nouveaux critères de gestion et la création de valeur », in : *Les fonds d'investissement étrangers en France – Enjeux pour les entreprises*, eds D. Plihon et JP Ponssard, p. 125-145, 2002, La Documentation française, Paris.
Mottis N.et Ponssard J.-P., "Value Based Management and the corporate profit", Center European Business Forum, issue 8, Winter 2001-2002, p. 41-47.
O'Byrne S. et Young S.D., « Incentives and investor expectations", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n° 2, 2006, p. 98-105.
O'Hanlon J. et Peasnell K.V., "Wall Street's contribution to management accounting: the Stern Stewart EVA financial management system", *Management Accounting Research*, vol. 9, 1998, p. 421-444.
Ponssard J.-P. et Zarlowski P., « Nouveaux indicateurs de création de valeur : des outils satisfaisants pour l'évaluation interne des activités de l'entreprise », *Revue Française de Gestion*, vol. 122, 1999, p. 91-98.
Riceman S., Cahan S., et Lal M., 2002. "Do managers perform better under EVA bonus schemes?", *European Accounting Review*, vol. 11, n° 3, p. 537-72.
Stern J., Stewart G., et Chew D., "The EVA financial management system", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, Summer1995, p. 32-46.
Stewart, G., *The Quest for Value*, New York, NY, Harper Business, 1991.
Spinetta J.-C., Interview, *Enjeux Les Echos*, octobre 2006, p.59.