

MAURICE A. SAÏAS
JEAN GREFFEUILLE

IAE d'Aix-en-Provence, université Paul Cézanne



Stratégie et création de valeur

Au moment où la crise économique frappe les entreprises, celles-ci doivent reconsidérer leurs modes de pensée et d'action stratégiques. Plus que jamais la performance relative sur les marchés financiers partagera gagnants et perdants. La création de valeur pour l'actionnaire en ces périodes difficiles, avec une extrême volatilité des cours, est un défi majeur qui doit être au cœur de l'action stratégique. Il faut assainir et renforcer les « fondamentaux » générateurs de cash-flow, pivot de la survie, de la sortie de crise et moteur de la consolidation ou des opportunités à saisir. Face à la crise la meilleure assurance possible reste le montant de cash disponible et son utilisation. Le dernier composant de la création de valeur pour l'actionnaire, les « multiples », sera le plus difficile à gérer. En effet, faire rêver les actionnaires au moment où les marchés empêchent les investisseurs de dormir n'est pas à la portée de tout le monde.

Un grand nombre de responsables d'entreprise s'accorde pour dire que l'élaboration, formalisée ou non, d'une stratégie occupe une place très importante sur leur agenda. Ils regrettent, cependant, que les résultats ne soient pas à la hauteur des efforts consentis et que la plupart des processus utilisés, trop souvent assujettis à des jeux politiques, engendrent peu d'idées nouvelles. Une enquête récente ("Improving strategic planning: A McKinsey Survey", Web exclusive September 2006) montre à quel point les démarches de planification stratégique mises en œuvre se révèlent peu adaptées aux exigences nouvelles. Sur près de 800 dirigeants interrogés, moins de la moitié (45 %) se déclarent satisfaits et, moins du quart (23 %) considèrent que ces processus ont effectivement servi de cadre aux décisions stratégiques les plus importantes. Comment s'en étonner, dès lors que la majorité de ces plans stratégiques ne sont, en réalité, que des budgets à 3 ou 5 ans, plus ou moins détaillés? Ils ne peuvent en rien être considérés comme une véritable stratégie, c'est-à-dire au tracé d'une voie conduisant à un niveau fondamentalement plus élevé de performances. Ces dernières, traditionnellement évaluées en termes économiques, financiers ou concurrentiels, pour répondre aux attentes des actionnaires, des clients ou des concurrents, doivent, de plus en plus souvent, intégrer des métriques sociales, sociétales ou de comportement.

Le succès stratégique, face à des enjeux constamment renouvelés, s'avère de plus en plus problématique, comme en attestent les disparitions d'entreprises : fusions, acquisitions, démembrements, faillites ou autres, etc. Les conclusions des recherches sur la réussite des entreprises performantes ne

résistent que rarement à l'épreuve du temps (Peters, Waterman, 1997), au-delà même des biais méthodologiques ou des effets de halo (Foster et Kaplan, 2001), dont ils peuvent souffrir. Ainsi, Foster et Kaplan (2001) notent que seules 74 des 500 entreprises qui composaient le Standard & Poor Index (S&P 500) en 1957 avaient survécu en 1997. De plus, entre 1957 et 1998, 12 d'entre elles, seulement, avaient atteint des performances supérieures au S&P 500. Enfin, si en 2001 le S&P 500 avait été composé des mêmes entreprises qu'en 1957, son niveau aurait été de 20 % inférieur chaque année. Jim Collins, dans un article accompagnant le plus récent classement des *Fortune 500*, note que sur les 500 entreprises qui composaient la liste à l'origine en 1955, il n'en reste que 71 en 2008, alors que près de 2000 en ont fait partie, à un moment ou à un autre (Collins, 2008).

Ainsi, parvenir au sommet des performances économiques devient de plus en plus difficile et s'y maintenir, plus improbable encore. Le cycle de vie des entreprises, lui-même, se raccourcit, les succès du passé ne garantissant en rien les résultats à venir.

L'effet « Red Queen » (Carroll, 1994) selon lequel : « il faut courir de plus en plus vite pour rester sur place » joue à plein. L'accélération des changements et les turbulences dans un environnement globalisé, leur amplitude, leur complexité et leur intrinsèque ambiguïté rendent obsolètes les modèles et modes de pensée stratégiques traditionnels. Cependant, ces derniers continuent, encore trop fréquemment, à servir de guides pour l'action. Un véritable hiatus se crée entre les modes d'analyse ou d'action encore en place et les exigences d'un monde qui change en permanence.

Ainsi, les outils utilisés avec succès au cours des récentes décennies sont souvent inexploitable, voire dangereux pour des choix stratégiques qui, par nature, sont destinés à façonner l'avenir. L'action la plus pertinente aujourd'hui peut s'avérer catastrophique demain, en raison de changements aussi radicaux que soudains. Il n'est qu'à voir les turbulences auxquelles sont soumises les économies depuis juillet 2007 pour s'en convaincre, crise financière et crise économique aux évolutions et durée imprévisibles. Combien de plans revus à l'été 2008 à cause de la hausse du prix des matières premières doivent l'être à nouveau en fin d'année face à l'effondrement des cours. Comme le faisaient remarquer, dès le milieu des années 1990, Jack Welch et Herb Kelleher : « Dès que vous aurez mis le point final à votre plan stratégique à 3 ou 5 ans, il y a de fortes chances pour qu'il soit déjà obsolète. »¹

Tout aussi préoccupant apparaît le désarroi de certains dirigeants qui perdent pied face à ces changements : « Le modèle économique qui a fait notre succès pendant des décennies s'avère, aujourd'hui, incapable d'assurer notre rentabilité. » reconnaît Bill Ford en 2005 ; « notre manière de concevoir nos activités a cessé d'être rentable et nous n'avons aucune idée de ce qu'elle devrait être » admet le P-DG de cette autre entreprise qui figure parmi les cinq premières dans le classement de *Fortune Magazine*, la même année...

Quelle est, en ce début du XXI^e siècle, la durée de vie d'un « modèle économique » ? Récemment encore, rares étaient les entreprises qui devaient envisager de radicales

transformations, partielles ou totales, tous les 3 ou 4 ans. Aujourd'hui, toutes ont intérêt à s'interroger. « Huit ou dix ans... de nos jours, c'est le paradis » remarque Adrian Slywotzky, comme le confirment par ailleurs les diverses études du BCG sur la création de valeur (BCG, 2006 ; 2008, 2003). La seule prévision fiable est que le chaos va durer et qu'il est sage de s'y préparer. Nous pouvons prétendre ignorer le chaos mais le chaos, lui, ne nous ignore pas. Parallèlement, et en premier lieu, malgré l'abondance de publications, la pensée stratégique traverse une crise ; Gary Hamel parle de l'absence d'un réel corpus théorique (Hamel, 1997). Ensuite, une crise de leadership est incontestable, dans tous les domaines, publics et privés, et ce, à tous les niveaux. Plus il y a d'ouvrages écrits sur le sujet, plus il semble difficile de trouver de véritables leaders. Le comportement douteux de quelques-uns a entamé la crédibilité de l'ensemble des dirigeants : origines publiques et privées de la crise financière de 2007, parachutes dorés, rémunérations des dirigeants incontrôlées, fraudes, etc. Enfin, les exigences à court terme des actionnaires réduisent les marges de liberté pour les décisions stratégiques. Il devient, dès lors, légitime de s'interroger sur la nature des pratiques stratégiques, sur leur possible évolution et sur leurs conséquences. C'est précisément l'objet de cet article, en limitant l'analyse aux composantes économiques et concurrentielles de la stratégie, et plus spécialement aux impératifs de la création de valeur pour l'actionnaire. Plusieurs auteurs s'attachent, ailleurs, à discuter les aspects sociaux, sociétaux et de comporte-

1. Interview de Jack Welch et Herb Kelleher dans *Fortune Magazine*.

ment de la stratégie ; variables qui seront assurément amenées à devenir des éléments déterminants de la réussite concurrentielle et financière au cours des années à venir.

En théorie la stratégie d'une entreprise doit mobiliser ses ressources financières, ses capacités organisationnelles et les avantages concurrentiels de ses diverses composantes afin d'accroître la valeur créée pour les investisseurs. Aucune entreprise ne peut se permettre d'ignorer les marchés de capitaux et la manière dont les investisseurs évaluent son capital. En pratique, cependant, les stratégies ne sont que rarement élaborées sur la base de la création de valeur. Même si cette dernière ne doit pas être la seule préoccupation des dirigeants, la symbiose entre stratégie et création de valeur reste indéniable. En effet, la création de valeur a un impact positif qui dépasse très largement le cercle des actionnaires : pour les autorités publiques, elle signifie des prélèvements fiscaux plus importants et moins de transferts sociaux liés au chômage ; pour les employés, une plus grande sécurité d'emploi, de meilleurs salaires et des opportunités de carrière ; pour les consommateurs, de meilleurs produits et des évolutions de prix mieux contrôlées ; enfin, pour la société en général, des entreprises ayant une capacité accrue à intégrer les responsabilités sociales et sociétales.

Notre contribution se borne à essayer de comprendre comment une stratégie d'entreprise engendre de la valeur et comment le marché des capitaux la monétise, en nous plaçant dans le cadre d'entreprises multi-activités, cas les plus fréquents aujourd'hui. Pour ce faire, nous utilisons les travaux de quelques grands cabinets de consultation en

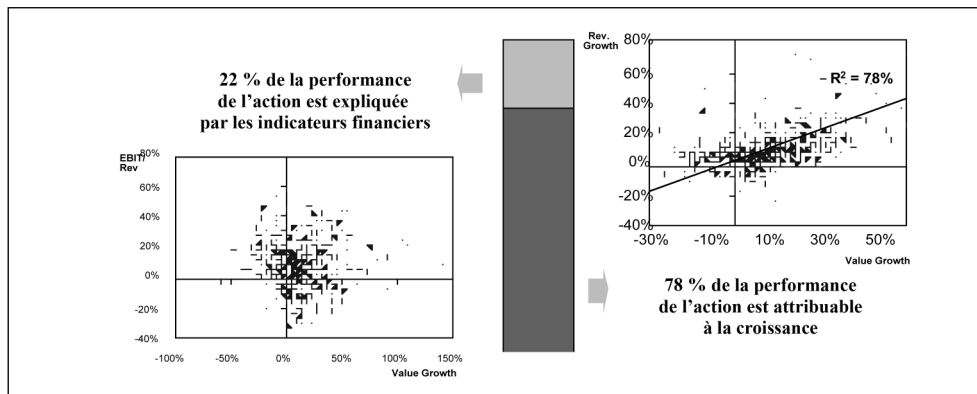
stratégie comme le BCG, McKinsey, AT Kearney ou IBM.

I – LA CRÉATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

La création de valeur se mesure communément par le TSR (*Total Shareholder Return*) c'est-à-dire par la somme de la variation du prix de l'action (capitalisation boursière) et du dividende reçu (politique de distribution). La croissance rentable (*profitable growth*), est généralement considérée comme la clé de la création de valeur, à long terme. Plus de vingt ans de recherches ont mis en évidence cette relation qui s'appuie sur des observations statistiques s'étendant sur des périodes plus ou moins longues et différentes (Mc Grath *et al.*, 2001 ; Smit *et al.*, 2005 ; BCG, 2006 ; IBM, 2004).

L'étude d'A.T. Kearney (figure 1) révèle que la croissance du chiffre d'affaires explique 78 % de la création de valeur (définie comme la croissance de la capitalisation boursière corrigée des variations des capitaux propres), et les résultats financiers (*EBIT, Earnings Before Interest and Tax*) 22 % (McGrath, 2001).

McKinsey (Smit *et al.*, 2005), de son côté, à travers deux études, met en évidence une forte corrélation entre croissance du chiffre d'affaires et TSR, d'une part, et une importante relation entre survie et croissance, d'autre part. La première, sur la période 1994-2003, porte sur les 75 entreprises les plus importantes en termes de chiffre d'affaires et les 75 plus grosses capitalisations boursières (après élimination des doublons il en reste 102). Dans la deuxième, les auteurs cherchent à déterminer l'évolution

Figure 1 – Analyse statistique des variables liées à la création de valeur

Source : A. T. Kearney Value-Building Growth Database.

des performances sur une période plus longue, utilisant les mêmes critères (75 et 75 en 1984) en comparant les performances sur deux cycles : 1984-1993 et 1994-2003. Les conclusions sont édifiantes. D'une part, la croissance explique un peu plus de 60 % du TSR. D'autre part, les entreprises dont la croissance est inférieure à celle du PIB sur toute la durée d'un cycle ont 5 fois plus de chances de disparaître que les entreprises ayant un taux de croissance supérieur au PIB.

Le BCG et IBM (BCG, 2006 ; IBM, 2004), sur d'autres périodes et à partir d'échantillons différents en arrivent à des conclusions identiques en ce qui concerne le rôle de la croissance du chiffre d'affaires pour expliquer les différences de création de valeur, même si les résultats chiffrés varient quelque peu. Une étude portant sur des entreprises françaises aboutit aux mêmes conclusions (Challenge, 2008).

À partir de ces observations, une typologie des performances des entreprises ou de leurs activités a été élaborée. D'inspiration

très proche, toutes les matrices proposées pour « classer » les performances prennent en compte la croissance du chiffre d'affaires (*top line growth*), d'une part et celle de la valeur créée pour l'actionnaire, d'autre part. Seule la terminologie varie (figures 2 et 3).

La relation indiscutable, au moins pour le premier quartile des entreprises les plus performantes, reste soumise à quelques conditions. Tout d'abord le rendement des capitaux investis, doit être supérieur au coût moyen pondéré du capital. Ensuite, la croissance ne doit entraîner aucune érosion des marges ou de la rentabilité des capitaux investis. Ce n'est pas seulement l'absence de rentabilité de la croissance qui fait réagir les investisseurs mais également la croissance « insuffisamment » rentable. Enfin, la croissance, élément moteur de la création de valeur à long terme, est loin d'en constituer le principal déterminant à court terme. Il est parfois indispensable de créer de la valeur à court terme, en augmentant la rentabilité par exemple, pour obtenir le droit

Figure 2 – La matrice de croissance de A. T. Kearney

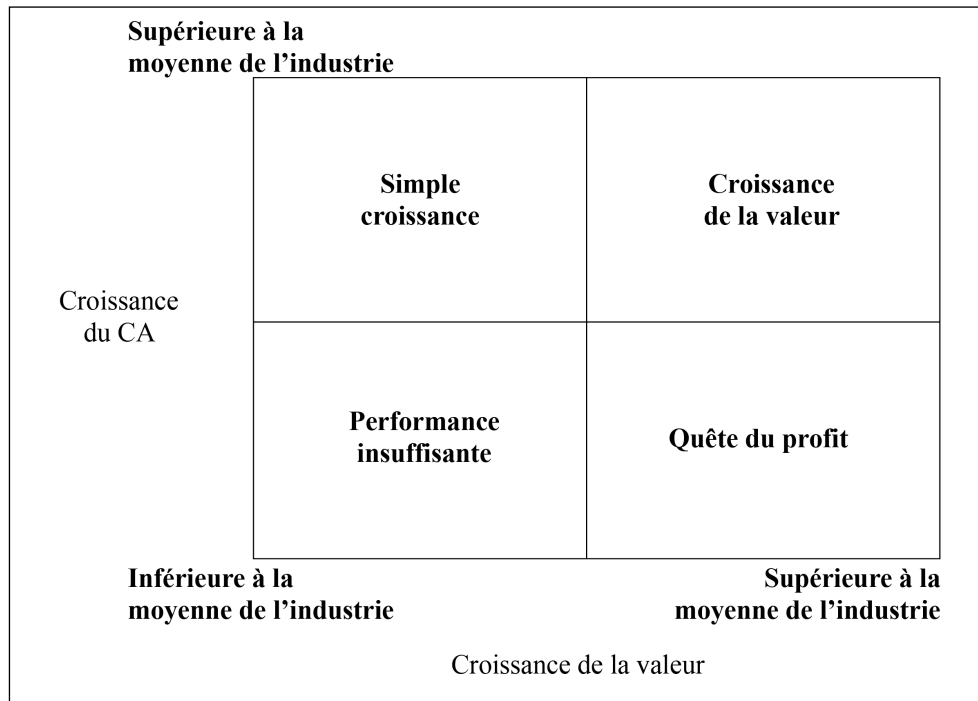
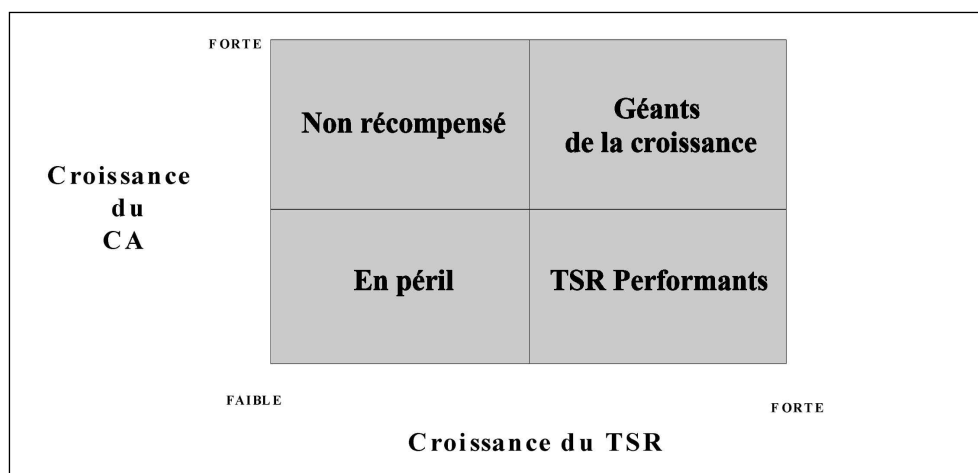


Figure 3 – La matrice de croissance de McKinsey



d'engendrer de la croissance et, en conséquence de la valeur, à long terme. Loin de s'opposer, court et long termes se complètent. L'ensemble de ces conditions contribue à expliquer pourquoi il est possible de voir le TSR augmenter sans avoir engendré de la croissance ou d'engendrer de la croissance sans être récompensé par les marchés financiers.

Il convient également de s'attacher aux progrès que pourraient réaliser les entreprises qui, bien que ne faisant pas partie du quartile supérieur, placeraient le TSR au cœur de leur processus de décision stratégique. Pour cela il est nécessaire de bien comprendre les déterminants du TSR.

II – LES DÉTERMINANTS DU TSR

Les deux éléments constitutifs du TSR, évolution du prix de l'action et dividende perçu par l'actionnaire, fondent sa supériorité par rapport à d'autres critères de performance tels le EPS (*earning per share*) ou ceux qui s'appuient exclusivement sur le « cash », CFROI (*cash-flow return on investment*), CROCI (*cash return on capital invested*) ou CVA (*cash value added*). Le TSR intègre toutes les dimensions du système de création de valeur.

L'EPS, construction comptable sujette à manipulations, permet de justifier tout investissement ayant un taux de rendement supérieur au coût de la dette, quand bien même ce taux serait inférieur au coût moyen pondéré du capital.

Les indicateurs reposant sur le cash-flow reflètent beaucoup mieux la réalité économique. Au-delà des profits comptables, ils mesurent le cash réellement engendré par l'entreprise et de plus ils incorporent expli-

citement le coût du capital. Cependant, ils ignorent l'impact que peuvent avoir les différentes initiatives liées à la croissance sur les attentes des investisseurs. Cet impact doit être pris en compte au risque de poursuivre des pistes de croissance qui, certes, engendrent un gain par action (EPS) plus élevé ou éventuellement des valeurs actuelles nettes (NPV) positives mais qui n'optimisent pas ou, même, détruisent de la valeur pour l'actionnaire. En effet, différents types d'actionnaires ont des priorités différentes en ce qui concerne le TSR, différentes attitudes par rapport aux risques, et donc, différentes attentes face à la croissance. La croissance peut détruire de la valeur tout aussi facilement qu'elle peut en créer.

Les dirigeants avisés savent que l'utilisation du TSR comme mesure de la performance est optimale quand elle repose sur une bonne compréhension de ses constituants. Ignorer ou sous estimer les variables déterminantes pour l'évolution du prix de l'action ou les réactions liées à la répartition du cash-flow peut engendrer des attentes irréalistes dans l'entreprise et chez ses investisseurs.

Une analyse plus fine des deux éléments constitutifs du TSR s'impose donc. Pour ce faire nous retenons la méthodologie élaborée par le BCG (BCG, 2006). McKinsey a également construit un modèle qui, bien que reposant sur une argumentation assez différente, aboutit à des résultats comparables (Deelder *et al.*, 2008).

1. L'évolution du prix de l'action

Il dépend de deux types de variables : celles qui touchent aux « fondamentaux » c'est-à-dire à la valeur intrinsèque de l'entreprise,

valeur actuelle et future de ses différentes activités, et celles qui se rapportent à la manière dont les marchés monétisent ces « fondamentaux » c'est-à-dire aux attentes des actionnaires appréciées à travers les « multiples de valorisation ».

Les « fondamentaux »

Ils recouvrent l'ensemble des variables qui se trouvent au cœur de la gestion de valeur (*value management*) et constituent la valeur sous-jacente des activités de l'entreprise c'est-à-dire la valeur actualisée des futurs cash-flows estimés à partir des marges, de l'efficacité dans l'utilisation du total des actifs (fixes et circulants), de la croissance et du coût du capital. Pour évaluer les « fondamentaux », le BCG (2006) a recours à des variables de substitution, combinant la croissance du CA et l'évolution des marges pour obtenir la croissance de l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Amortization and Depreciation*). Parmi ces « fondamentaux » la croissance du chiffre d'affaires, si les conditions mentionnées précédemment sont respectées, représente l'élément déterminant du TSR à long terme.

Les attentes des actionnaires ou « multiples de valorisation »

Elles se reflètent dans la prime boursière mesurée par la différence entre le cours de l'action sur le marché et celui qui ressortirait de l'analyse de la valeur des seuls « fondamentaux » de l'entreprise. Elle se mesure par des « multiples », dont les métriques peuvent varier selon les industries ou la situation particulière d'une entreprise. Le BCG (2006) retient comme « multiple » le ratio de la valeur de l'entreprise sur le marché, c'est-à-dire la somme de la capitalisa-

tion boursière et de la dette, au résultat *i.e.* à l'EBITDA.

Tôt ou tard toute entreprise qui a connu une période de croissance rapide est condamnée à voir son « multiple » se réduire et tendre vers la moyenne du marché, avec une prime boursière qui, elle-même, tend vers zéro. Par ailleurs, une partie de la prime échappe au contrôle de l'entreprise car elle est liée à des facteurs tels que la croissance du PIB, l'attrait du secteur, etc. En fait, la valeur absolue du « multiple » a moins de pertinence que sa valeur relative, c'est-à-dire sa comparaison avec celle des concurrents. La valeur relative dépend d'éléments tels que : atteindre systématiquement les objectifs annoncés, être leader sur ses marchés, développer des marques reconnues et fortes, construire et maintenir un capital intellectuel reconnu, etc., qui restent sous le contrôle de l'entreprise. En fait, les variables qui déterminent les « multiples » peuvent être regroupées en quatre catégories : *variables de croissance* comme par exemple la croissance du chiffre d'affaires ; *variables de rentabilité* comme la marge brute ; *variables de durée* (« fade factor ») qui captent la confiance que les investisseurs ont de voir la croissance et la rentabilité actuelles se poursuivent dans le futur ; enfin des *variables de risque*, comme le risque relatif qui pèse sur les futurs cash-flows de l'entreprise. Le niveau du « multiple » d'une entreprise peut faciliter ou handicaper sa stratégie. Un « multiple » élevé peut servir de monnaie d'échange commode pour une politique d'acquisitions, alors qu'un faible « multiple » rendra l'entreprise vulnérable face à une attaque conçue pour en prendre le contrôle. Enfin les attentes des actionnaires influencent for-

tement les évolutions à court et moyen termes du TSR.

2. Le cash-flow libre (*Free cash-flow*)

Améliorer les « fondamentaux » se traduit par un accroissement du cash. Comment dès lors utiliser ce cash? Faut-il le réinvestir pour nourrir la croissance (organique ou externe) ou le distribuer au profit des créanciers et/ou des actionnaires sous forme de remboursement de la dette, de dividende ou de rachat d'actions? Ces décisions de répartition du cash-flow ont des conséquences directes et indirectes sur le TSR. Le dividende, par exemple, a un impact direct puisqu'il est l'un des éléments constitutifs du TSR. Il a aussi un effet indirect car décider une augmentation du dividende peut être perçu par les actionnaires comme un signal de réduction du risque et par conséquent peut contribuer à l'accroissement du « multiple ». Mais il faut aussi s'attacher à l'origine du financement du dividende qui n'est pas neutre. Un financement par la dette peut avoir un effet négatif car il remet éventuellement en cause les dividendes futurs. De même une distribution qui se ferait aux dépens d'investissements prometteurs peut contribuer à réduire les dividendes ultérieurs. Le plus souvent, cependant, une politique de distribution du cash-flow a un impact positif, car elle force l'entreprise à améliorer ses « fondamentaux », en incitant les dirigeants à accroître les profits et à choisir les projets les plus rentables.

Ainsi, les « fondamentaux », les attentes des actionnaires (les « multiples ») et la répartition du cash-flow font partie intégrante de la dynamique d'un système de

création de valeur. La modification de l'une des trois composantes peut avoir un impact sur les autres. Pour le choix d'une stratégie, il est donc impératif de comprendre leurs interactions ainsi que les liens entre les variables qu'elles recouvrent, afin de s'assurer que les actions entreprises se renforcent mutuellement au lieu de se contrecarrer. L'intelligence des interactions constitue la première étape d'un processus qui doit aboutir à l'élaboration d'une stratégie centrée sur la création de valeur. Une création de valeur supérieure à la moyenne favorise l'accès à des capitaux moins coûteux, encourageant ainsi stratégies de croissance ou de consolidation. Elle favorise également l'obtention des ressources nécessaires pour améliorer le service aux clients et attirer les meilleurs talents séduits par la notoriété ou les conditions offertes. La création de valeur participe ainsi à la construction d'avantages concurrentiels essentiels pour les résultats à venir. Encore faut-il qu'au-delà des stratégies d'activités et de portefeuille, de véritables politiques financières soient élaborées et que les objectifs et priorités des investisseurs soient réellement pris en compte.

La stratégie de l'entreprise repose, en premier lieu, sur les choix au sein de chaque activité. Chaque activité a sa propre stratégie qui repose sur des avantages concurrentiels existants ou à construire. Le rôle de la stratégie d'entreprise est, ensuite, de combiner ces stratégies d'activités de manière à ce que la valeur de l'ensemble soit supérieure à la simple addition des valeurs créées par chacune d'entre elles. Quel est le rôle que remplit une activité dans la création de valeur de l'entreprise et quelle est la

logique qui lie l'ensemble des activités faisant de l'entreprise leur « propriétaire naturel »? Ces deux questions doivent trouver une réponse dans la stratégie de l'entreprise. Toute réponse ambiguë ou obscure est pénalisée par les marchés, les investisseurs s'interrogeant sur la contribution de chacune des activités à la création de valeur. De plus la stratégie de l'entreprise doit faire évoluer la composition du portefeuille car les activités arrivées à maturité ne créent plus assez de valeur pour les actionnaires. L'entreprise doit donc réduire le poids de ces activités dans son portefeuille et en développer ou acquérir d'autres dont le potentiel de création de valeur soit plus élevé du fait des capacités opérationnelles, financières ou de « parenting » existantes. Ce dilemme entre, d'un côté, la défense du cœur historique des activités et de l'autre, le développement organique ou externe, d'activités nouvelles, demeure, aujourd'hui, l'un des plus importants défis stratégiques auxquels sont confrontées les entreprises occidentales face à la montée en puissance de la concurrence en provenance des pays émergents.

La stratégie d'entreprise, c'est aussi, le processus par lequel les dirigeants élaborent leur politique financière et communiquent avec leurs investisseurs de manière à optimiser la valeur réalisée sur la base de ses activités.

Quelle est la structure du capital idéale pour la société? Quelle part du cash-flow engendré doit être réinvestie et quelle part distribuée aux actionnaires sous forme de dividendes ou de rachat d'actions? Comment la part du cash-flow réinvestie doit-elle être répartie entre les différentes activités? Comment s'assurer que les marchés de

capitaux évalueront correctement le portefeuille d'activités?

III – VERS DE NOUVEAUX MODES DE CHOIX STRATÉGIQUES

Traiter en parallèle stratégie d'activité et d'entreprise, stratégie financière et stratégie d'investisseurs au lieu de les considérer séparément forme la base de nouveaux modes de choix stratégiques conduisant à de nouvelles pratiques. Les politiques financières ainsi que les objectifs et priorités des investisseurs ont des implications importantes pour les stratégies et réciproquement. Ainsi prenons l'exemple d'un investissement dans une nouvelle activité prometteuse de croissance et dont le rendement est supérieur au coût du capital. La question est de savoir si, malgré tout, il n'aurait pas été plus judicieux de distribuer le cash réinvesti aux actionnaires. Les entreprises surendettées ou sous-évaluées, ou celles qui souffrent d'un « multiple » plus faible que leurs concurrents ont souvent intérêt à accroître leur « multiple » et donc leur TSR en distribuant le cash aux investisseurs ou en remboursant leurs dettes. Tout choix d'investissement doit être comparé aux autres utilisations possibles du capital. Ceci ne peut être fait qu'en intégrant politique financière et stratégie d'activité et d'entreprise. De même tenir compte des priorités des investisseurs fait intégralement partie de la stratégie.

Ainsi, les nouveaux modes de choix stratégiques s'articulent autour des stratégies liées aux « fondamentaux », des stratégies liées aux « multiples », des stratégies liées au cash-flow, et des stratégies liées au choix des investisseurs.

1. Les stratégies liées aux « fondamentaux »

Le choix entre croissance et rentabilité est le premier écueil sur la route des décideurs. Bien évidemment engendrer une croissance rentable reste le principal objectif à long terme. Mais la route pour l'atteindre peut s'avérer chaotique. McKinsey (McKinsey 2007, 2004) a tenté d'apporter quelques éléments de réponse. Pour les entreprises dont la rentabilité des capitaux employés est élevée, mettre l'accent sur une croissance supérieure à celle du marché plutôt que sur un accroissement de rentabilité a un effet positif sur le TSR. Dans les matrices des figures 2 et 3 il s'agit de faire passer les activités ou entreprises des positions de « TSR performers » ou « Profit seekers » à celles de « Growth giants » ou « Value growers ». Si la rentabilité est moyenne, les entreprises ne peuvent pas se permettre de voir s'effriter leurs performances en matière de croissance de chiffre d'affaires ou de rentabilité. Celles, enfin, dont la rentabilité est faible doivent, avant toute initiative de croissance, améliorer le rendement des capitaux investis. Par ailleurs, les entreprises dont la stratégie repose essentiellement sur la croissance, doivent réaliser qu'elle ne peut être obtenue à n'importe quelle condition. En effet, les voies de la croissance ne sont pas toutes équivalentes par rapport à la création de valeur. Il est admis que la croissance externe (M&A) a souvent un effet négatif sur la création de valeur et que les problèmes rencontrés lors des phases d'intégration détruisent de la valeur. La croissance organique, souvent mieux perçue, se présente, elle-même, sous

plusieurs formes avec des effets différents. Le développement de nouveaux produits ou marchés a le plus fort rendement en matière de création de valeur, de l'ordre de 1,75 à 2 (McKinsey 2007, 2004)². L'expansion vers des marchés adjacents a également un effet positif bien qu'inférieur au précédent, de l'ordre de 0,30 à 0,75. La recherche du maintien ou de l'augmentation de la part de marché, dans un marché en croissance, a un rendement qui se situe entre 0,10 et 0,50. Enfin, la recherche de parts de marché dans un marché stable obtient des rendements très faibles, voire devient destructrice de valeur.

Bien que répondant aux exigences de rendement par rapport au coût du capital ou à la rentabilité actuelle, certaines initiatives de croissance peuvent représenter aux yeux des investisseurs un risque qui ne correspond pas à leurs attentes, et se traduire par un impact négatif sur le « multiple ». Par exemple l'introduction d'une activité nouvelle dans un portefeuille dont les composantes sont en phase de maturité peut, à la fois cesser de satisfaire les investisseurs actuels et ne pas encore satisfaire des actionnaires intéressés par une croissance jugée toujours insuffisante.

2. Les stratégies liées aux « multiples »

Les « multiples » représentent la part de rêve que les dirigeants font naître, à court terme, chez les investisseurs. Mais, il faut éviter de voir le rêve à court terme se transformer en cauchemar à long terme. Rêve car un TSR élevé reflète les ambitions que partagent les dirigeants avec les actionnaires chaque fois qu'ils présentent leurs

2. McKinsey appelle ce rendement « l'intensité de création de valeur » définie comme la création de valeur pour l'actionnaire par unité monétaire (dollar, euro, etc.)

résultats passés et annoncent les résultats à venir. Le prix de l'action sur le marché intègre les taux de croissance et de rentabilité passés et attendus. Pour que le « multiple » augmente ainsi que le cours de l'action et donc le TSR, l'entreprise doit « surprendre », positivement, les actionnaires en réalisant des performances supérieures à celles qui sont déjà incorporées au prix actuel. Ces nouvelles performances seront à leur tour intégrées au prix de l'action qui pour continuer à progresser exigera des performances encore supérieures. Le moulin tourne de plus en plus vite. Quand une entreprise surpasse les attentes des investisseurs, non seulement le marché réagit en faisant monter le prix de l'action mais encore il fait tourner le moulin plus vite. Une entreprise avec un taux de croissance et de rentabilité élevés peut ainsi se voir pénalisée sur le marché par rapport à un concurrent qui a obtenu des résultats inférieurs. Le moulin de la première est en phase de décélération alors que celui de la seconde accélère. Le ralentissement, toutefois, est difficile à éviter, les « multiples » tendant à long terme vers la moyenne du marché, le « fade factor ». Le BCG a analysé sur une période de 10 ans l'évolution des « multiples » de près de 2 400 sociétés mondiales ayant une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard de dollars. Seules 6 % d'entre elles ont réussi à obtenir un « multiple » plus élevé que la moyenne de leur marché local pendant 8 ans et une seule pendant toute la période de 10 ans (BCG, 2008). Les raisons en sont simples. Quand une entreprise grandit et que son chiffre d'affaires augmente, à partir d'une certaine taille le taux de croissance diminue ce qui entraîne quasi automatiquement une réduction du « multiple ». Le ralentisse-

ment du taux de croissance est lié au cycle de vie de l'activité et s'accompagne, du fait de pressions concurrentielles plus fortes, d'un affaiblissement des marges. Le cash-flow va souffrir. L'effet combiné de la détérioration des « fondamentaux » et des attentes joue sur le « multiple », le prix de l'action et le TSR. Tôt ou tard, toute entreprise qui a connu une phase de croissance rapide devra faire face à une compression de son « multiple ». Ce phénomène naturel peut-il être évité ou enrayé ?

Les dirigeants sont enclins à penser que les « multiples » échappent en grande partie à leur contrôle, car ils dépendent de facteurs exogènes à l'entreprise tels que les conditions économiques générales, l'état et l'attrait des secteurs d'activité, les secousses géopolitiques, les tendances démographiques et socio-économiques, les politiques fiscales, l'environnement réglementaire, etc. S'ils ont raison en ce qui concerne la valeur absolue des « multiples », leur valeur relative, quant à elle, reste fortement influencée par les actions des dirigeants. Le coût du capital, le caractère plus ou moins risqué des activités, l'origine et l'utilisation du cash-flow, les perspectives de croissance, les politiques financières, la vision des dirigeants et leur crédibilité, la stratégie de portefeuille, la force des marques, etc. sont autant de variables qui agissent sur les « multiples » et restent sous le contrôle de l'entreprise. Il y en a bien d'autres. Leur nombre et la complexité de leurs interrelations rendent plus difficiles les choix stratégiques et leur mise en œuvre. Le BCG a suggéré une typologie de stratégies possibles en fonction d'une part, de la valeur des « fondamentaux » et d'autre part, de l'importance de la prime boursière (figure 4).

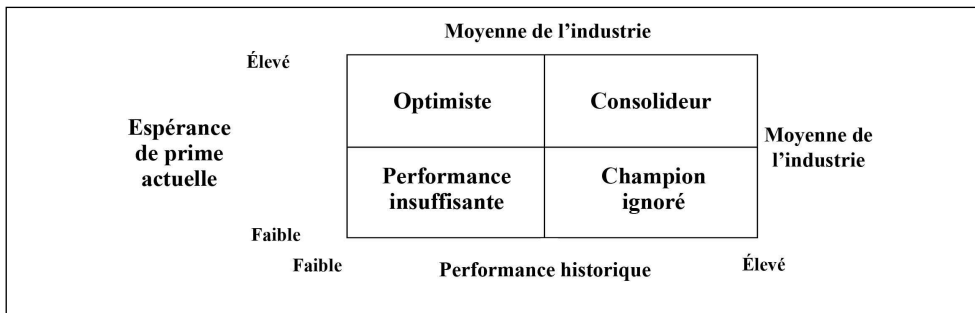
D'un côté il faut trouver des activités à fort taux de croissance, en surpassant les attentes des actionnaires ou au moins en limitant le déclin, de façon à prolonger la croissance du « multiple » et du prix de l'action.

D'un autre coté il est possible d'opter pour une stratégie sacrifiant une partie de la croissance au profit d'autres priorités comme, par exemple, l'accroissement des marges de manière à faire évoluer les résultats plus fortement que le chiffre d'affaires. C'est au moment où les « multiples » sont au plus haut qu'il faut agir en pensant à l'inévitable ralentissement, en utilisant un prix d'action élevé pour prendre le contrôle d'entreprises dont l'action est plus faiblement appréciée, ses potentiels de croissance et de rentabilité incomplètement exploités et où l'avantage « parental » du repreneur s'affirme clairement. C'est aussi le moment favorable pour modifier la structure du portefeuille en y incluant des activités émergentes ou de construire un portefeuille d'initiatives (18) destiné à contrecarrer les baisses de « multiple » ultérieure. L'amplification des capacités d'innovation devient

une priorité pour développer le potentiel de croissance.

Les « Underperformers » n'ont pas d'autre choix que de se concentrer sur les « fondamentaux »: rentabilité d'abord, croissance, ensuite, en essayant de convaincre les actionnaires de la possibilité d'un redressement radical. Les « Optimistes » ont déjà fait une partie du chemin en améliorant la rentabilité grâce à des efforts de productivité et à une restructuration de leur portefeuille. Ils peuvent alors se concentrer sur la croissance afin de ne pas décevoir les attentes des investisseurs, éventuellement par le rachat d'une entreprise parmi les « Champions ignorés ». Ces derniers n'ont pas la confiance des investisseurs; ils ne les font plus rêver. Soit le moulin tourne trop vite et les « fondamentaux » bien que solides laissent planer un doute sur la capacité de l'entreprise à les améliorer substantiellement, et donc sur la crédibilité des dirigeants, soit la politique de communication avec les actionnaires est déficiente, signe d'une transparence insuffisante. Une autre solution consisterait à sortir du marché. Les « Consolidateurs » doivent,

Figure 4 – Matrice de l'espérance de prime



Source : BCG.

comme nous l'avons vu précédemment, utiliser leur prime boursière stratégiquement puisqu'ils disposent d'une monnaie d'échange, le prix de l'action, qui leur permet d'accroître leur périmètre et de préparer un éventuel atterrissage en douceur de leur « multiple ». Croissance externe et croissance interne sont recommandées dans ce cas; il faut en profiter pour construire une position dominante.

En bref une stratégie de « multiple » ne fait que renforcer un certain nombre de messages familiers. À court et à long terme bien gérer le portefeuille d'activités, créer des initiatives de croissance pour chaque activité, atteindre l'excellence opérationnelle, utiliser les services du siège de manière optimale et avoir une stratégie qui permette de choisir ses investisseurs.

3. Les stratégies liées au cash-flow

Elles doivent être abordées sous trois angles : le premier est le montant du cash, le deuxième tient à la structure du capital, endettement par rapport aux capitaux propres, le troisième enfin, a trait à l'utilisation du cash, soit le garder au bilan, soit le réinvestir, soit encore le distribuer? En cas de distribution, faut-il rembourser les dettes, augmenter les dividendes ou racheter ses actions?

Elles impliquent l'imbrication étroite des stratégies financières, d'entreprise et d'activités. Assurer l'équilibre entre le cash engendré à travers les « fondamentaux » et le cash requis pour financer la croissance future est le premier défi. La comparaison entre le taux de croissance soutenable, le taux qui correspond aux ambitions des dirigeants et celui qui résulte de la croissance organique sur les

marchés servis, est une base solide pour élaborer une stratégie d'entreprise. Être à court de cash pour financer la croissance induira une augmentation de l'endettement ou un appel à l'actionnariat, toujours problématique quand les ressources mobilisables par l'entreprise apparaissent insuffisantes. Avoir un taux de croissance soutenable largement supérieur au taux de croissance possible sera tout aussi pénalisant car trop de liquidités vont se lancer à la poursuite d'un nombre réduit d'occasions d'investissement. L'intensité de la concurrence rend alors plus aléatoire toute création de valeur s'appuyant sur la croissance interne. La croissance externe n'est pas plus aisée, un plus grand nombre de prédateurs pourchassant un nombre limité de proies. Pour faire face à cette situation les entreprises ont recours à la distribution de dividendes ou au rachat d'actions, mais le problème n'est pas résolu pour autant, bien que le TSR puisse augmenter. En effet, la concurrence est devenue plus aiguë avec l'arrivée de nouveaux entrants tels que les sociétés de capital investissement (*private equity firms*) dont la part sur le marché des acquisitions s'est considérablement accrue jusqu'en 2007. En réalité, d'importantes réserves de liquidité, un cash-flow disponible trop élevé ou une capacité d'endettement sous-utilisée ont un impact négatif sur le TSR et exposent l'entreprise à d'éventuels prédateurs dont font partie les « private equity ».

Le dilemme pour les dirigeants est de décider soit d'investir dans toute opportunité de croissance dont la rentabilité est supérieure au coût du capital même au prix d'une réduction de la rentabilité actuelle, en étant pénalisés à court terme par les investis-

seurs, soit de maintenir le niveau de rentabilité actuelle en renonçant en partie à des investissements préparant la croissance à long terme mais dont la rentabilité à court terme est inférieure. De nos jours, une entreprise a souvent intérêt à utiliser son capital pour créer de la valeur à court terme afin de se garantir le droit de créer de la valeur à long terme. Maximiser la flexibilité en conservant des liquidités pour de futures occasions de croissance n'est pas toujours prudent. En effet, longtemps considérée comme le signe d'un bilan solide, ce type de flexibilité est aujourd'hui perçu comme un signe de paresse. Les liquidités constituent de plus en plus souvent un piège. En comparant le taux de rendement des liquidités au coût du capital ou au TSR moyen, il est facile de comprendre la réaction des investisseurs : un taux de rendement des liquidités de 3 %, comparé à un coût du capital autour de 10 % ne peut satisfaire les actionnaires. Dans ce cas, mobiliser des capacités d'endettement sous-utilisées pour leur rendre une partie des liquidités oisives (« leverage payout ») contribuera à un abaissement du coût du capital, à un meilleur « multiple » et à un TSR supérieur. Dans d'autres cas, toutefois, disposer d'une réserve de liquidité peut être bénéfique : en période de récession économique ou quand se présente une opération de rachat, par exemple, les liquidités permettent de mieux absorber les chocs ou d'agir plus rapidement. Décider du montant approprié de liquidités, ni trop ni pas assez, trouver une répartition équilibrée entre réinvestissement et distribution, optimiser la structure du capital sont au centre des stratégies conduisant à des TSR plus élevés.

Reste à choisir le mode de distribution des liquidités : dividende ou rachat d'actions. La plupart des entreprises font appel aux deux, simultanément ou séquentiellement. L'impact d'une distribution sur le TSR sera différent selon qu'il s'agisse d'un fait épisodique ou d'une pratique plus systématique. Dans le premier cas le TSR ne sera pas profondément modifié et le choix sera essentiellement lié au traitement fiscal de chaque mode. Dans le second, en revanche, l'impact est important et dépend du mode de distribution retenu.

Le rachat d'actions présente deux avantages incontestables. Il est flexible car ne s'inscrivant pas dans la durée et a un effet arithmétique immédiat sur le gain par action (EPS). Mais comme nous l'avons vu précédemment, le gain par action n'a que peu d'influence sur les « multiples ». Quand il en a, encore faut-il savoir comment il a été obtenu ; il peut augmenter alors que la valeur intrinsèque, les « fondamentaux », reste stable. Les signaux émis en ce qui concerne la rentabilité à long terme ou les objectifs de création de valeur pourront avoir sur le prix de l'action un tel effet négatif, qu'il efface l'effet positif de l'accroissement du gain par action. Paradoxalement, les investisseurs qui vendent leurs actions sont mieux récompensés que ceux qui les conservent.

Les dividendes, comme l'ont montré des études récentes, ont un impact très largement supérieur au rachat d'actions sur les « multiples » et le TSR (BCG, 2007 ; Hansell et Olsen, 2003 ; Dobbs et Rehm, 2005). Ils sont moins aléatoires que les rachats d'actions car il est rare qu'une entreprise se permette de réduire considérablement les dividendes distribués d'une année

sur l'autre. Leur caractère plus sûr fidélise les investisseurs actuels, notamment les fonds d'investissement qui intègrent les dividendes dans leurs stratégies de portefeuille, et en attirent de nouveaux qui privilégient le long terme.

Les stratégies financières devraient donc aider l'équipe de direction à choisir la structure du capital qui optimise le coût du capital, la part des liquidités qui doit être distribuée et la manière de le faire, la flexibilité financière optimale pour assurer la croissance dans le futur.

4. Les stratégies liées au choix des investisseurs

Les investisseurs n'ont pas tous les mêmes attentes. Leurs attitudes et comportements face au risque, à la croissance, à la rentabilité varient très sensiblement. La plupart des entreprises se retrouvent face à des actionnaires de profils différents avec des priorités divergentes voire conflictuelles. Pour faciliter l'élaboration d'une stratégie d'investisseurs les praticiens et les chercheurs s'accordent pour penser qu'il convient de les segmenter, comme on le fait pour les consommateurs.

Plusieurs segmentations ont été suggérées. La plus traditionnelle distingue les investisseurs qui recherchent la valeur (*value investors*), les opposant à ceux qui sont plus enclins à privilégier la croissance (*growth investors*) et enfin, au milieu, ceux qui sont attirés par la croissance à un prix raisonnable (*growth at reasonable price/GARP investors*). Cette segmentation traditionnelle a été critiquée et une autre typologie a été proposée. Elle différencie les investisseurs qui recherchent la valeur intrinsèque (*intrinsic*

investors), de ceux qui décident en fonction de critères et règles « mécaniques » strictes, déléguant leur pouvoir à l'ordinateur (*mechanical investors*) et enfin des « traders » qui s'intéressent essentiellement aux gains à court terme (Palter *et al.*, 2008 ; Jiang et Koller, 2007).

Étant donné que c'est le TSR relatif qui importe le plus et que, en fin de compte, les actionnaires sont les juges de paix qui décident si les décisions et les actions des dirigeants créent de la valeur, il est recommandé de comparer la composition de son actionnariat face à celui des concurrents. Quels sont nos principaux investisseurs par rapport aux leurs ? Nos actionnaires sont-ils en accord avec notre stratégie ? Quelles politiques mettre en place pour faire migrer notre actionnariat afin d'obtenir une meilleure adéquation entre nos ambitions et nos investisseurs ? Ignorées pendant très longtemps ces questions doivent aujourd'hui trouver des réponses sous peine de ne pas obtenir les moyens nécessaires pour réaliser les ambitions des dirigeants et de l'entreprise.

Stratégie et création de valeur se rencontrent aux croisements des objectifs de croissance, des routes choisies pour les atteindre, de l'horizon temps envisagé, de la flexibilité et de la politique financières, de la composition et de la gestion du portefeuille, de l'attitude face au risque et de la capacité à « choisir » ses investisseurs.

Ainsi, conception, choix et coordination dans la mise en œuvre des stratégies liées aux « fondamentaux », aux « multiples » et au cash-flow constituent, aujourd'hui les impératifs du succès stratégique. Il n'est nullement besoin d'insister sur le caractère éminemment complexe de ces choix de

même qu'il n'est pas difficile de comprendre les conséquences de mauvais choix. Mettre au cœur de la stratégie d'entreprise (activités et portefeuille) la création de valeur à court et à long terme est probablement, de nos jours, la source la plus solide et la plus durable d'avantages concurrentiels, celle qui permet de transformer les ambitions et rêves en réalités, celle qui per-

met le mieux de répondre aux espoirs des différents acteurs.

Elle permet de gagner quand tout va bien et de moins souffrir quand l'environnement est moins porteur. Pour y arriver il faut d'abord faire l'effort de comprendre ce qu'ont été les composants historiques du TSR et de construire les moteurs de la croissance future.

BIBLIOGRAPHIE

- BCG The 2008 Value Creators Report, "Missing Link : focusing corporate strategy on value création", 2008.
- BCG "The 2007 Value creators report : Avoiding the cash trap", 2007.
- BCG "Spotlight on Growth" The 2006 report on value creators.
- Bryan L.L., "Just in time strategy for a turbulent world", The McKinsey Quarterly 2002, Special Edition, Risk and Resilience, 2002.
- Collins J.C. et Porras J.I., *Built to last: successful habits of visionary companies*, Harper Collins, 1997.
- Collins J., "The secret of enduring greatness", *Fortune Magazine*, 19 May 2008.
- Carroll L., *Through the looking glass*, Penguin Books Limited, 1994.
- Challenge*, n° 108 24-30/01/2008, p. 62-63.
- Deelder B., Goedhart M. H., and Agrawal A., "A better way to understand TRS", McKinsey on Finance, Summer 2008.
- Dobbs R. et Rehm W., "The value of share buybacks", The McKinsey Quarterly, n° 3, 2005.
- Foster R. et Kaplan S., *Creative destruction*, Doubleday/Currency, 2001.
- Hamel G., "Killer strategies that make shareholders rich", *Fortune Magazine*, 1997.
- Hansell G. et Olsen E.E., BCG "Thinking differently about dividends", Perspectives 2003.
- IBM Institute for Business Value, "The Growth Triathlon", 2004.
- Jiang B. et Koller T., "The truth about growth and value stocks", McKinsey on Finance, Winter 2007.
- McKinsey Survey, Web exclusive "Improving strategic planning: A McKinsey Survey", September 2006.
- McGrath J., Kroeger F., Traem M., and Rockenhaeuser J., *The value growers*, New York, McGraw-Hill, 2001.
- McKinsey Web exclusive, "How to choose between growth and ROIC", September 2007.
- McKinsey on Finance, "Why the biggest and best struggle to grow", Winter 2004.
- Palter R.N., Rehm W. et Shih J., "Communicating with the right investors", McKinsey on Finance, Spring 2008.

Peters T. et Waterman R. H., *In search of excellence*, Harper Collins Publishers, 1982.

Rosenzweig P., *The halo effect... and the eight other business delusions that deceive managers*, New York, Free Press, 2007.

Smit S., Thompson C.M. et Viguerie S. P., “The do or die struggle for growth”, *The McKinsey Quartely*, n° 3, 2005, p. 34-45.