

# Préface

## à l'édition française

Nous sommes heureux de présenter la troisième édition de «*La stratégie de la valeur*».

La première version de ce livre, publiée en 1990 en France, soulignait la nécessité pour les entreprises de porter leur attention sur la création de valeur pour les actionnaires. Depuis, nous avons observé la très large diffusion au sein des entreprises des concepts et méthodes proposés alors. Cela, grâce aux efforts des directions générales et directions financières, mais aussi d'investisseurs plus actifs et vigilants, ainsi qu'à ceux des grandes écoles et universités.

La présente édition reprend et développe les concepts de la première édition et apporte de nombreux éclairages nouveaux :

- Elle passe en revue de façon exhaustive les différentes approches de valorisation, en mettant en avant leurs forces et faiblesses, ainsi que leur mode d'emploi. Par exemple, le profit économique, l'*Adjusted Present Value* (APV) ou encore la valorisation par les multiples.
- Elle aborde la question des options réelles, qui permettent de valoriser la flexibilité.
- Elle analyse les enjeux liés à la mise en place effective de la gestion de la valeur dans les entreprises, et donne des exemples de plans de mise en œuvre.

Nous avons aussi tenté de jeter des passerelles avec le monde de la finance anglo-saxonne, en donnant systématiquement pour les principaux termes financiers leur dénomination française et anglo-saxonne.

Ce livre formalise une partie du savoir-faire de notre pôle *Corporate Finance & Strategy* (CF&S). Nos nombreux autres travaux de recherche progressent rapidement. C'est le cas, en particulier, de la réflexion que nous menons en vue de mieux comprendre l'évolution des cours de bourse (*Investor Based Finance* – IBF) ou les stratégies visant à optimiser la

structure actif/passif d'une entreprise (*Capital Efficient Business Models* – CEBM), ou encore la gestion du risque (*Value-at-Risk*).

En contribuant à une meilleure compréhension du monde de la finance, notre souhait est d'aider les entreprises à consolider leurs assises économiques et, partant, à stimuler leur croissance. Dans cette perspective, nous nous tenons à l'écoute de nos lecteurs.

François LEPICARD,  
*Directeur Associé,*  
*McKinsey & Company*

Philippe DUCLOS  
*Directeur Associé,*  
*McKinsey & Company*

# *Avant-propos*

Cet ouvrage a été publié pour la première fois en 1990, mais il est encore lu partout dans le monde. Il doit sa réussite, selon nous, au fait qu'il repose sur des principes économiques universels. Même si nous continuons à l'enrichir et à l'actualiser, au fur et à mesure que s'accroît notre expérience, ces principes fondamentaux ne changent pas. Ils restent valables dans le temps et dans l'espace.

Notre message est simple: une entreprise se développe lorsqu'elle crée de la valeur pour ses actionnaires. Elle crée de la valeur lorsque son retour sur investissement dépasse le coût des capitaux qu'elle a investis. Cette règle est tout aussi valable pour les sociétés américaines, européennes et asiatiques, pour l'industrie manufacturière traditionnelle ou pour les entreprises à fort taux de croissance de la nouvelle économie. Seules diffèrent les modalités d'application.

Lorsque les entreprises oublient ces vérités premières, les conséquences sont spectaculaires : les OPA hostiles qu'on a connues aux États-Unis dans les années 80, l'éclatement de la bulle économique au Japon dans les années 90, la profonde crise du Sud-Est asiatique en 1998, la lenteur persistante de la croissance européenne, qui s'accompagne d'un fort taux de chômage. Un certain nombre de facteurs sous-jacents contribuent à ces crises: très souvent, c'est une politique inappropriée des pouvoirs publics ou bien des difficultés structurelles. Mais le manque d'intérêt des dirigeants pour la création de valeur est un facteur essentiel menant au malaise ou à la crise économique.

Nous avons écrit ce livre pour les dirigeants (et ceux qui vont le devenir) qui désirent que leur entreprise crée de la valeur. Dans la mesure où il s'agit d'un manuel, nous espérons qu'il vous servira à maintes reprises. Si nous avons bien fait notre travail, il sera bientôt souligné, annoté, jalonné de points de repère. Il en sera transformé. Ce n'est pas un livre qu'on laisse en évidence sur un guéridon sans l'ouvrir.

## LE BESOIN DE GÉRER LA VALEUR

Au cours des vingt dernières années, la finance d'entreprise et la stratégie d'entreprise se sont retrouvées et la conjonction de ces deux disciplines a eu des effets spectaculaires. La finance d'entreprise n'est plus la chasse gardée des financiers. La stratégie de l'entreprise n'est plus le domaine exclusif des P-DG. Les opérateurs sur les marchés financiers sont de plus en plus impliqués dans les grandes manœuvres entre entreprises, qu'il s'agisse de rachats à effet de levier (LBO), d'OPA hostiles ou autres tentatives de prises de contrôle. Par ailleurs, les P-DG font de leur entreprise un intervenant toujours plus actif sur les marchés financiers, notamment par les fusions/acquisitions, les restructurations, les rachats à effet de levier, les rachats d'actions et autres opérations de ce type. Financement et investissement sont aujourd'hui étroitement mêlés. Ainsi, il est des secteurs d'activité où il est nécessaire d'avoir une capitalisation élevée pour être en mesure de faire des acquisitions et d'attirer les talents.

Cette nouvelle réalité est un défi pour les dirigeants. Il leur faut *gérer la valeur* et se focaliser bien plus qu'auparavant sur la valeur créée par leur entreprise et leur stratégie. Dans leur recherche de la valeur, ils découvrent qu'il leur faut prendre en considération des solutions radicales comme la vente des «bijoux de la couronne» ou la restructuration complète de leurs activités. Et, dans ces turbulences où convergent stratégie et finance, il leur faut rechercher des opportunités par des moyens plus systématiques et plus fiables. Par exemple, la restructuration entraîne la création par les entreprises de nouvelles opportunités d'acquisition d'actifs, générant davantage de valeur pour les nouveaux propriétaires que pour les anciens.

## POURQUOI CE LIVRE

À l'origine, ce livre était un manuel à l'intention des consultants de McKinsey. C'est pourquoi, tout en intégrant les dernières avancées théoriques, il a pour objectif des applications concrètes. Son but est de démystifier l'évaluation et de clarifier les liens entre stratégie et finance.

Dans l'environnement concurrentiel actuel, nous pensons qu'il faut, pour réussir, avoir les idées claires sur les concepts d'évaluation et la capacité à en utiliser les techniques pour prendre les bonnes décisions. Les concepts de valeur doivent être clairs pour les P-DG, les dirigeants d'un secteur d'activité autant que pour les financiers. Trop souvent laissée aux experts, l'évaluation est considérée comme une discipline spécialisée et non comme un outil qui permet de mieux diriger.

Notre objectif est de rendre l'évaluation plus explicite, en expliquant pas à pas comment gérer au mieux la valeur et en illustrant nos propos par des études de cas. Dans ces illus-

trations, nous mettons en évidence nos idées pratiques sur la question, forgées sur le terrain. Plus important encore, nous expliquons comment il faut utiliser l'évaluation dans le processus de prise de décision de l'entreprise.

Ce livre concerne un large public et notamment :

- *Les dirigeants d'entreprise* : plus que jamais les dirigeants d'une entreprise ou d'une unité stratégique doivent savoir comment apprécier la valeur des stratégies possibles. Il leur faut pouvoir mesurer la valeur qu'ils peuvent générer au terme d'une restructuration ou d'une autre opération majeure. Au-delà, ils doivent insuffler un mode de gestion par la valeur dans toute leur organisation ;
- *Les praticiens de la finance d'entreprise* : pour les responsables financiers, les spécialistes de fusions et acquisitions, les responsables du développement et les stratèges, il est essentiel de posséder les techniques d'évaluation et de comprendre les relations entre finance et stratégie. Au cœur de leur mission, il y a la valeur, comment la déterminer, la créer et faire savoir qu'elle existe ;
- *Les investisseurs, les gestionnaires de portefeuille et les analystes financiers* : ces derniers devraient disposer avec ce livre d'un guide utile pour l'analyse de la valeur fondée sur la méthode des cash-flows, la plus limpide, car elle établit un lien direct entre la valeur de l'entreprise et le rendement économique qu'elle peut dégager de ses activités et de ses actifs.

## QUAND UTILISER CE LIVRE

Avant tout, nous écrivons pour ceux qui souhaitent être mieux à même de créer de la valeur pour les actionnaires. Il sera d'une grande utilité lorsqu'il faut :

- évaluer différentes stratégies possibles pour une entreprise ou une activité, et mettre en place les programmes d'action correspondants. Cela concerne autant le lancement de nouveaux produits, des projets d'investissements et des accords de joint-venture ;
- évaluer de grosses opérations telles que fusions, acquisitions, désinvestissements, recapitalisations et rachats d'actions ;
- recourir à la gestion par la valeur pour faire le bilan des résultats obtenus dans une activité et fixer des objectifs. Il est essentiel de savoir dans quelle mesure une activité – dans sa configuration et son niveau de performance actuel - crée de la valeur. Il est également important de savoir quels leviers opérationnels peuvent le plus contribuer à accroître la valeur ;
- communiquer sur la valeur de l'activité en particulier avec les actionnaires. Notre postulat de départ est que la valeur d'une société est fonction de son aptitude à

générer du cash-flow et un retour sur investissement basé sur les cash-flows. Beaucoup de sociétés pourraient communiquer, avec le marché et d'autres acteurs, sur la valeur de leurs stratégies, bien mieux qu'elles ne le font à présent. Mais il faut au préalable qu'elles deviennent elles-mêmes des gestionnaires de la valeur et qu'elles comprennent quelle est la valeur qu'elles créent et pourquoi.

## NOS BASES THÉORIQUES

Un rédacteur du *Figaro* a demandé un jour à l'un d'entre nous : « En quoi votre approche apporte-t-elle quelque chose de nouveau ? » Pratiquement rien, en ce qui concerne la méthode. L'évaluation est une méthode ancienne dans le domaine de la finance. Ses origines théoriques remontent à la méthode de la valeur actuelle, pour l'établissement des budgets d'investissement, ainsi qu'à la technique d'évaluation élaborée par les professeurs Merton Miller et Franco Modigliani, tous deux lauréats du prix Nobel, et publiée en 1961 dans leur article « Politique de distribution du dividende, croissance et évaluation du cours des actions » paru dans le *Journal of Business*. C'est essentiellement à eux que nous sommes intellectuellement redevables, mais d'autres ont fortement contribué à faire connaître cette méthode. En particulier, le professeur Alfred Rappaport, de la Northwestern University, qui est l'un des fondateurs d'ALCAR, et Joel Stern, de Stern Stewart & Co., ont été parmi les premiers à appliquer concrètement la méthode théorique d'évaluation d'une entité de Miller-Modigliani, et à élaborer et commercialiser des outils informatiques, facilitant la tâche des entreprises dans ce domaine.

## LE PLAN DE L'OUVRAGE

Ce livre est divisé en trois parties. La première aborde l'évaluation et la gestion de la valeur pour l'actionnaire sous l'angle du dirigeant d'entreprise. La seconde décrit, étape par étape, comment se réalise cette évaluation. La troisième aborde des questions d'évaluation plus complexes et des cas particuliers.

Dans la *première partie*, nous traitons des liens entre la stratégie d'entreprise et la valeur. Au chapitre 1, nous montrons que la gestion de la valeur pour l'actionnaire est au cœur de la mission du dirigeant d'entreprise et du défi qui l'attend. Au chapitre 2, nous dressons le portrait du gestionnaire de la valeur, tel qu'il doit être. Nous le faisons à travers une étude de cas détaillée, fondée sur l'expérience réelle d'un P-DG qui devrait restructurer son entreprise et élaborer une nouvelle façon d'approcher la gestion de la valeur. Les principes de base de la création de la valeur sont résumés au chapitre 3, à travers un exemple simple, où nous utilisons une approche intuitive plutôt que des calculs mathématiques. Au

chapitre 4, nous tentons de mettre de l'ordre dans le jargon confus des différents indicateurs que vous rencontrerez en proposant une classification simple mais complète. Le chapitre 5 présente les résultats empiriques de recherche qui confortent notre approche de l'évaluation par les cash-flows actualisés. Le chapitre 6 décrit des aspects humains et organisationnels de la mise en place d'une gestion de la valeur. Enfin, au chapitre 7, nous abordons la création de valeur dans le contexte des fusions, acquisitions et alliances.

*La deuxième partie*, qui comprend les chapitres 8 à 13, correspond à un manuel pour l'évaluation des entreprises qui n'ont qu'une seule activité. Nous décrivons une méthode générale d'évaluation par les cash-flows actualisés et la façon de la mettre en œuvre. Nous abordons notamment la façon d'analyser les résultats passés, de prévoir les cash-flows disponibles, d'estimer le coût d'opportunité du capital, d'identifier les origines de la valeur et d'interpréter les résultats. Pour apporter une aide supplémentaire aux praticiens, nous procédons à l'évaluation d'une entreprise, Heineken, vue de l'extérieur, en n'utilisant que des informations publiques.

*La troisième partie*, du quatorzième au vingt-deuxième chapitre, traite de situations plus complexes, notamment lorsqu'il s'agit d'évaluer les entreprises en forte croissance de la nouvelle économie, des entreprises qui ont plusieurs activités, celles dont l'activité est cyclique, enfin les banques et les compagnies d'assurances. Trois chapitres sont consacrés à l'évaluation hors des États-Unis : celle des filiales étrangères, celle des entreprises situées hors des États-Unis et celle des sociétés dans les marchés émergents. Enfin, nous voyons comment s'applique la théorie des options aux actifs, aux passifs et aux décisions d'investissement.

## QUELLES NOUVEAUTÉS DANS LA TROISIÈME ÉDITION ?

Au cours des dix années écoulées entre la première et la troisième édition, nous avons accumulé tout un capital d'expérience, en procédant à des évaluations dans le cadre de nos missions de conseil et en tirant parti des nombreuses réactions de nos lecteurs. À partir de ces expériences, nous avons profondément remanié et actualisé des chapitres-clés, enrichissant ainsi les réponses aux questions pratiques qui se posent aux dirigeants et aux analystes. Nous avons actualisé la plupart des exemples et les résultats empiriques. Nous avons également ajouté six chapitres inédits. Des chapitres entièrement nouveaux ont été introduits concernant l'évaluation des sociétés de la nouvelle économie, des entreprises à activité cyclique et des compagnies d'assurances. Un chapitre entier est à présent consacré à l'évaluation des entreprises dans les marchés émergents. Enfin, nous avons introduit, au début d'ouvrage, un chapitre où les principes de la création de valeur sont expliqués, en privilégiant l'intuition et non l'analyse mathématique et un autre chapitre

qui propose une classification afin de clarifier les indicateurs de performance pertinents en matière de management.

## MODÈLE D'ÉVALUATION

Un modèle d'évaluation, sous forme de feuille Excel, est disponible sur CD-ROM. Il est similaire à celui que nous utilisons dans la pratique. Les praticiens le trouveront d'un usage très facile pour toute une série d'applications : les fusions et acquisitions, l'évaluation d'unités stratégiques en vue d'une restructuration ou pour une gestion par la valeur ou encore pour juger de l'incidence d'importantes décisions stratégiques sur la valeur d'une entreprise. Nous déclinons toute responsabilité pour les décisions qui seraient prises en fonction de l'utilisation faite du modèle. Si vous souhaitez acquérir le tableur, ISBN 0-471-39749-9, veuillez appeler le 1-800-225-3945 ou visiter le site [www.WileyValuation.com](http://www.WileyValuation.com), pour un téléchargement.

TOM COPELAND  
TIM KOLLER  
JACK MURRIN



McKinsey & Company  
Tom COPELAND  
Tim KOLLER  
Jack MURRIN

# **LA STRATÉGIE DE LA VALEUR**

## **ESTIMER ET DÉVELOPPER LA VALEUR DES ENTREPRISES**

Traduit de l'américain par  
Vincent Phalippou

Coordination : Chantal Pommier

© Éditions d'Organisation, 2002

ISBN : 2-7081-2662-8

**Éditions**  
**d'Organisation**

## *Pourquoi évaluer la valeur ?*

Ce livre traite de la façon d'évaluer les entreprises et d'utiliser l'information ainsi obtenue pour prendre des décisions plus judicieuses. Nous sommes partis du postulat que les dirigeants qui se focalisent sur la création de valeur pour l'actionnaire bâtissent des entreprises plus saines que ceux qui n'ont pas cette préoccupation. De plus, nous estimons que des entreprises plus saines conduisent, à leur tour, à créer des économies plus fortes, à faire croître le niveau de vie et à multiplier les opportunités professionnelles pour les individus.

Les discussions ont toujours été vives, et le débat n'est pas clos, sur l'importance de la valeur créée pour l'actionnaire par rapport à d'autres indicateurs comme l'emploi, la responsabilité sociale et l'environnement. Le débat prend souvent la forme d'une opposition entre les seuls actionnaires d'une part, et l'ensemble des parties prenantes dans l'entreprise, d'autre part. Au moins sur le plan idéologique et juridique, les États-Unis et le Royaume-Uni ont accredité l'idée que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise, qu'ils élisent et qu'ils ont pour représentant le conseil d'administration, et que la raison d'être de l'entreprise est de porter à son maximum la valeur pour l'actionnaire.

En Europe continentale, une conception nettement plus large des objectifs de l'entreprise a longtemps prévalu et a souvent inspiré les structures de gouvernement d'entreprise dans les sociétés commerciales. C'est ainsi que, dans la loi néerlandaise, le conseil d'une SA, le plus souvent un grand groupe, a pour mission d'assurer la continuité de l'activité et non pas de chercher à obtenir, pour le compte des actionnaires, le maximum de valeur. Une semblable vision des choses est à la base du gouvernement d'entreprise en Allemagne et dans les pays scandinaves.

L'objectif essentiel de ce livre n'est *pas* d'analyser, de mettre un point final, ni même d'alimenter le débat entre les modèles favorables à l'actionnaire ou à l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Nous sommes cependant convaincus que les dirigeants doivent se focaliser sur la création de valeur et cela pour deux raisons. Tout d'abord, dans la plupart des pays développés, l'action de la direction générale d'une entreprise est déterminée par l'influence de l'actionnaire. En outre, les économies où l'actionnaire joue un rôle-clé obtiennent de meilleurs résultats que d'autres systèmes économiques ; et les autres parties prenantes à l'entreprise n'ont pas à se plaindre de l'emprise de l'actionnaire.

## L'ÉMERGENCE D'UNE CULTURE DE LA VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

Au début de l'année 2000, Vodafone AirTouch a pris le contrôle du conglomérat allemand Mannesmann. Il s'agissait de la première OPA hostile de grande envergure, lancée contre une entreprise allemande par une entreprise étrangère<sup>1</sup>. Ceci a été le signe qu'en Europe on acceptait mieux le modèle de la création de valeur pour l'actionnaire et qu'il était temps pour les dirigeants, dans la plupart des pays développés, d'évoluer vers un management focalisé sur la création de valeur pour l'actionnaire. Quatre facteurs majeurs ont permis l'émergence d'une culture de la valeur pour l'actionnaire :

1. L'émergence, dans les années 80, d'un marché actif pour la prise de contrôle d'entreprises, du fait de l'incapacité apparente de beaucoup d'équipes dirigeantes à faire face aux changements survenus dans leur secteur ;
2. La part grandissante des actions dans la rémunération des dirigeants, aux États-Unis et dans bon nombre de pays européens ;
3. Le poids croissant des actions dans le patrimoine des ménages, suite aux bonnes performances des marchés boursiers aux États-Unis et en Europe, depuis 1982 ;
4. La prise de conscience, de plus en plus répandue, que beaucoup de systèmes de couverture sociale vont à la faillite, en particulier en Europe continentale et au Japon.

---

1. Formellement, Mannesmann a accepté un accord négocié, mais seulement lorsqu'il est apparu clairement que ses actionnaires se prononceraient en faveur de Vodafone AirTouch.

## Le marché de la prise de contrôle d'entreprises

En 1982, l'économie américaine a amorcé son rétablissement après une période prolongée de forte inflation et de faible croissance. Beaucoup de secteurs industriels nécessitaient des restructurations majeures ; par exemple, l'invention du pneu à carcasse radiale avait plus que doublé la durée d'utilisation d'un pneu, entraînant par là même une énorme surcapacité. Plutôt que de se défaire de leurs excédents de capacité et de réduire leurs capitaux investis, la plupart des fabricants ont continué à fortement investir, s'exposant ainsi à des lendemains difficiles, plus tard dans la décennie.

Ce fut le moment où des fonds de pension et des compagnies d'assurances commencèrent à proposer un large éventail de fonds à de nouveaux types d'investisseurs, en particulier des groupes réalisant des LBO (*leveraged buyout* ou rachats par effet de levier) tels que Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR) et Clayton, Dubillier and Rice. En 1981, sur 2328 fusions et acquisitions intervenues aux États-Unis, 99 furent faites par LBO<sup>2</sup>. En 1988, le nombre de LBO était passé à 381, sur un total de 4049 opérations. Davantage encore que les statistiques, la perception du phénomène par le marché s'en est trouvée transformée. Le montant des LBO était devenu énorme, celui de RJR-Nabisco atteignant le sommet du palmarès à 31,4 milliards d'USD (seulement quatre ans auparavant, en 1984, KKR fut le premier, avec son acquisition du conglomérat Wometco, à réaliser un LBO dépassant le milliard d'USD). De nombreux LBO étaient amicaux, mais cette technique permit aussi des opérations hostiles. En fait, les rachats hostiles les plus voyants de la fin de la décennie 80 étaient des LBO, dont RJR-Nabisco fut un exemple caractéristique.

Lorsqu'il devint possible de financer une structure de LBO avec des obligations à risque, beaucoup d'entreprises américaines se trouvèrent à portée des OPA hostiles. Il était dès lors inévitable que des entreprises qui ne parvenaient pas à s'adapter aux changements majeurs survenus dans leur secteur fassent l'objet d'opérations hostiles. Dans l'industrie du pneumatique, BF Goodrich et UniRoyal se restructurèrent de façon amicale, mais Goodyear et GenCorp, qui détenaient General Tire, firent l'objet d'une opération inamicale.

Cette émergence du marché de la prise de contrôle d'entreprise entraîna une forte réaction de la part des grands groupes traditionnels et de leurs dirigeants. En 1984, le Business Roundtable, organisme représentant les plus grosses entreprises américaines, avait déjà diffusé un document de travail qui défendait la vision du gouvernement d'entreprise en faveur de l'ensemble des parties prenantes dans l'entreprise, se faisant largement l'écho de l'opinion dominante en Europe. À la fin des années 80, le marché de la prise de

---

2. G. Baker et G. Smith, *The New Financial Capitalists : Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998.

contrôle d'entreprises, avec ses opérations emblématiques, hostiles et largement financées par l'emprunt, rencontrait une opposition de plus en plus nombreuse et bruyante, entraînant une réduction du nombre des opérations. Cela ne dura qu'un temps.

À la fin des années 90, le marché du LBO se portait à nouveau très bien, à ceci près que cette fois la plupart des opérations étaient amicales. Les dirigeants avaient appris à gérer la valeur pour l'actionnaire sans attendre d'éventuels repreneurs. Dans le même temps, le LBO avait gagné l'Europe. Il se constitua beaucoup de fonds spécialisés dans cette technique en Europe, et des fonds américains commencèrent à envisager des opérations en Europe également.

De quelle manière les LBO créent-ils de la valeur ? Le raisonnement est le suivant : beaucoup d'entreprises arrivées à maturité et bien établies, qui ont fait l'objet d'OPA hostiles, génèrent d'importants cash-flows disponibles (Free Cash-Flow). Certaines sociétés connaissant cette situation, par exemple dans le secteur du pneumatique, du pétrole et du gaz et des produits de grande consommation, n'ont pas toujours assez d'opportunités d'investissements suffisamment attrayants. Pourtant, une entreprise a un penchant naturel à réinvestir ses excédents de trésorerie, plutôt que de les distribuer à ses actionnaires. Un tel comportement peut mener à des investissements peu rentables qui réduisent la valeur pour l'actionnaire. De tels investissements tombent dans deux catégories : l'entreprise investit dans un secteur qu'elle connaît bien mais qui n'est pas attrayant, ou elle investit dans un secteur qu'elle ne connaît pas, où ses chances de succès sont faibles.

Une intervention extérieure permet d'arrêter cette utilisation sous-optimale, au plan économique, des ressources financières. Dans le cas du LBO, elle consiste à remplacer les fonds propres par de l'endettement. Une bonne partie du cash-flow disponible doit alors quitter l'entreprise et revenir sur les marchés financiers, sous forme de paiement d'intérêts et de remboursement du principal. Cela peut se faire sans intervention extérieure. L'opération peut être volontaire, par un refinancement à effet de levier : une société s'endette pour racheter une proportion importante de ses propres actions.

Les deux cas de figure présentent une caractéristique commune : l'opération aboutira en général à une augmentation sensible de la valeur pour les actionnaires en place. En effet, si l'objectif de l'entreprise est d'arriver à une valeur maximum pour l'actionnaire, il sera beaucoup plus facile de tailler dans des investissements moins rentables que si la direction poursuit un autre objectif, tel que la sauvegarde de l'emploi.

En résumé, le mouvement de restructuration des années 80 correspond à une réaction vis-à-vis de beaucoup d'entreprises, incapables de s'adapter et de changer d'orientation, alors que leur produit traditionnel est arrivé à maturité et que les débouchés ont perdu de leur attrait. Une grande partie de cette restructuration s'est faite grâce au marché de la prise de contrôle d'entreprise. La règle fondamentale de ce marché, c'est qu'une direction est en droit de gérer une entreprise aussi longtemps qu'une autre direction, avec une autre

stratégie, n'est pas en mesure d'accroître sensiblement la valeur boursière de cette entreprise. Si bien que les mauvais résultats d'une société, en termes de valeur pour l'actionnaire, sont la cause première du changement.

## Le rôle grandissant des stock-options

Au milieu des années 70, aux États-Unis, la divergence perçue entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires constituait un sujet de préoccupation grandissant. Cette inquiétude était due en partie à dix ans de baisse de la rentabilité des entreprises et à une bourse stagnante. Mais il y avait une autre cause aux yeux des partisans du modèle favorable aux actionnaires – les arguments du modèle prônant un équilibre entre l'ensemble des partenaires de l'entreprise – servaient d'excuse pour justifier les mauvais résultats. À la même époque, un certain nombre d'universitaires s'intéressèrent aux motivations des dirigeants en matière d'affectation des ressources ; ces recherches sont connues sous le nom d'*agency theory* (la théorie du mandat). En 1976, Jensen et Meckling publièrent un article, « *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure* »<sup>3</sup> (Théorie de l'entreprise, comportement des dirigeants, coût du mandat et structure de la propriété). Ils démontraient comment, au cours des décennies précédentes, les directions d'entreprise avaient mené des stratégies et des projets qui avaient peu de chances d'optimiser les ressources, du point de vue de l'actionnaire. Ils appelaient à une redéfinition du mode de rémunération et de promotion des dirigeants pour que leurs intérêts coïncident avec ceux des actionnaires. Les stock-options figuraient bien dans la rémunération globale de la plupart des dirigeants américains, mais les montants concernés et la faiblesse des performances boursières, due à la forte inflation, les rendaient peu efficaces.

La situation évolua au début des années 80. Le développement du LBO et tout spécialement du RES (rachat de l'entreprise par les salariés ou *management buyout*) créa des situations où les résultats de l'entreprise en termes de valeur pour l'actionnaire, ainsi que la rémunération globale des dirigeants, compte tenu des actions qu'ils détenaient, connurent une forte croissance et attirèrent l'attention du public. À peu près au même moment, en 1982, la Réserve Fédérale américaine lança un plan qui réduisit très fortement l'inflation, ce qui entraîna une hausse durable de la valeur des actions. L'ensemble de ces facteurs aboutit à un développement spectaculaire de la part des stock-options dans la rémunération des dirigeants. Comme le montre la figure 1.1, en 1998, la valeur actuelle

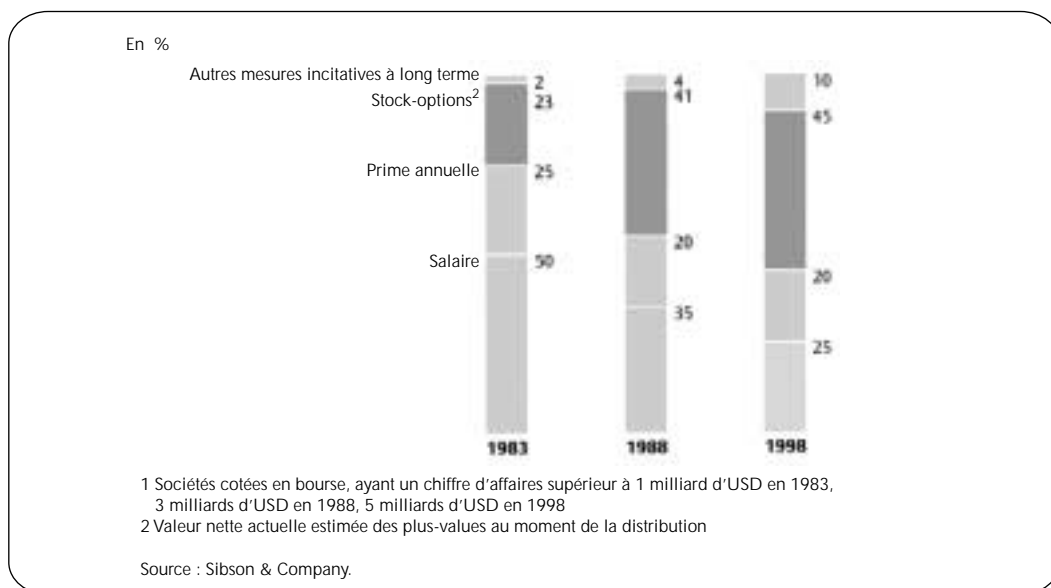
---

3. M. Jensen et W. Meckling, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, p. 305-360.

estimée des stock-options représentait 45 % de la rémunération globale moyenne des P-DG des entreprises cotées en bourse.

Durant ces mêmes années, les conseils d'administration avaient été de plus en plus critiqués, pour avoir négligé de défendre les intérêts des actionnaires (ce qu'ils étaient supposés faire, au moins selon les exigences de la loi américaine). Un mouvement se développa, visant à imposer que les membres du conseil sans responsabilité de gestion disposent d'actions de la société, de telle sorte qu'ils soient plus soucieux du rendement de l'action, au moins dans leur propre intérêt. À la fin des années 90, 48 % des sociétés grandes et moyennes avaient accordé des actions ou des options aux membres de conseil d'administration, alors qu'il n'y en avait pratiquement aucune en 1983.

**Figure 1.1 Décomposition de la rémunération globale médiane des P-DG aux États-Unis<sup>1</sup>**



Le développement de l'usage des stock-options a donné beaucoup d'importance à la rentabilité pour l'actionnaire en tant qu'indicateur permettant de juger la performance d'une direction. Ce mouvement ne s'est pas limité aux États-Unis. Les stock-options et les distributions d'actions sont devenus des éléments importants de la rémunération globale des dirigeants en Angleterre et en France. Pour trouver des dirigeants de talent, alors que la concurrence devient mondiale, l'usage des stock-options devrait être de plus en plus fréquent dans la plupart des économies ouvertes.

## Le développement de l'actionnariat individuel

Depuis le début des années 80, les marchés d'actions, aux États-Unis et en Europe, se sont remarquablement bien comportés. Cela a entraîné non seulement un développement des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants, mais aussi un accroissement du nombre de ménages possédant des actions, et ce dans beaucoup de pays. Cela ne veut pas dire qu'une bonne partie des ménages américains et non américains ont commencé à intervenir activement dans la gestion des entreprises mais que l'actionnariat s'est propagé à une plus grande partie de la population, par les fonds communs de placement et les caisses de retraite. Les gestionnaires des principaux fonds de pension figurent parmi les plus fermes partisans de la valeur pour l'actionnaire. C'est le cas du *California Public Employees Retirement System* (la caisse de retraite des salariés du secteur public californien), qui gère pour 130 milliards d'USD d'actifs, dont une grande partie sont des actions.

Comme on le voit sur la figure 1.2, en 1996, les actions constituaient l'actif le plus important, de loin, des fonds de pension, aux États-Unis et au Royaume-Uni, avec respectivement 58 % et 76 % du total des actifs. La différence est frappante avec des pays comme l'Allemagne (8 %) et l'Italie (3 %). Mais la situation dans ces pays évolue rapidement, la part en actions des actifs de fonds de pension étant en augmentation.

Figure 1.2 Répartition des actifs des fonds de pension en 1996  
(en milliards d'USD)

	États-Unis		France		Allemagne		Italie		Pays-Bas		Royaume-Uni		Japon	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Liquidités	225	5	8	12	9	7	12	17	8	2	43	4	112	10
Obligations	1 130	25	36	54	61	47	21	29	105	30	142	14	538	46
Actions	2 618	58	16	24	10	8	2	3	107	31	784	76	360	31
Divers	546	12	7	10	49	38	38	52	130	37	61	6	155	13

Source : Investment Company Institute.

Il semble qu'une culture d'actionnariat se développe dans beaucoup de pays européens. Cela est dû en partie à la privatisation de monopoles d'État, notamment dans les télécommunications, les pouvoirs publics s'occupant activement du reclassement des actions de ces sociétés. Il est intéressant de noter la campagne en Allemagne *Deutschland Aktienland* (Allemagne, pays d'actions), pour de la privatisation de Deutsche Telekom. La bonne performance boursière – au moins dans un premier temps – des actions des sociétés privatisées a fortement amélioré l'image de l'investissement en actions dans ces pays.



La figure 1.3 montre la percée significative des actions sur le marché américain, ces chiffres comprenant à la fois l'actionnariat direct et indirect, par des fonds communs de placement, des fonds de pension et des plans d'épargne. Alors qu'en 1975 il n'y avait que 25 millions d'actionnaires, soit 12 % de la population totale, leur nombre avait explosé en 1995, pour passer à 69 millions, soit 26 % de la population. Dans ces conditions, la vieille opposition entre le capital et le travail perd de sa valeur. L'actionnaire n'est plus l'autre, c'est nous. Par voie de conséquence, l'antagonisme idéologique, qui avait empoisonné le débat entre les actionnaires et les acteurs de l'entreprise, perd de sa virulence. Avec des actionnaires de plus en plus nombreux, la thèse selon laquelle l'entreprise a pour but premier de travailler à créer de la valeur pour l'actionnaire est en train de gagner du terrain.

### L'insolvabilité des systèmes de retraite

Sous l'édifice des mécanismes publics de retraite, dans la plupart des pays développés, il y a une bombe à retardement, dont le mécanisme est en marche. C'est le quatrième facteur jouant en faveur de la valeur pour l'actionnaire. Les retraites publiques obligatoires constituent la plus forte part du revenu des retraités : 95 % en Allemagne et 91 % en Suède, les deux pays où ce phénomène est le plus marqué. Il s'agit en général de systèmes par répartition, où les cotisations des salariés d'aujourd'hui sont utilisées pour payer les pensions des retraités actuels. Le schéma a bien fonctionné tant qu'il y avait relativement peu de retraités par rapport aux salariés cotisants. Ceci est en train de changer.

Figure 1.3 L'actionnariat aux États-Unis

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

Source : New York Stock Exchange, « *Share Ownership* » (l'actionnariat), diverses éditions.

C'est ainsi qu'en Allemagne, il y avait en 1990 deux salariés pour financer un retraité. En 2035, le rapport sera d'un retraité pour un salarié. En conséquence, si rien n'est fait, le taux moyen de cotisation pour un salarié allemand, système de retraite publique obligatoire, va passer à 34,1 % du salaire brut, contre 19,7 % en 1996. De quoi déclencher une révolution.

Bien qu'il soit possible d'éviter une crise des retraites, les choses ne sont pas simples. La plupart des analystes conviennent que ces pays n'auront pas d'autre choix que de passer à un système de retraite par capitalisation, sous une forme ou une autre, où au moins une partie des cotisations payées par les salariés sera mise effectivement de côté pour leur retraite. La difficulté, c'est de passer du système de répartition intégrale à un système de retraite par capitalisation partielle ou totale. Bien qu'il y ait plusieurs systèmes de retraite par capitalisation, avec tous on aboutit à la même conclusion : il n'y a pas de solution à moins que l'épargne de la partie capitalisée du système ne génère des rendements attrayants.

On pourrait suggérer une solution : augmenter suffisamment les cotisations pour créer un excédent qui serait réinvesti, de sorte que l'excédent des cotisations combiné aux revenus des sommes ainsi placées comblerait le trou à venir. Voici un exemple simplifié de ce qu'on pourrait faire en Allemagne. Si les cotisations supplémentaires étaient investies en titres émis par l'État, dont le rendement réel est historiquement de 4 % environ, le supplément de cotisation nécessaire se situerait aux alentours de 3103 DEM, soit une réduction de 13 % du revenu disponible. Si, par ailleurs, cette épargne était investie dans le secteur privé allemand, où le rendement moyen à long terme, entre 1974 et 1993, est de 7,4 %, les cotisations ne seraient plus que de 2068 DEM. Si le secteur privé allemand connaissait la réussite de son homologue américain, dont le rendement moyen à long terme, sur la même période, est de 9,1 %, les cotisations annuelles baisseraient encore pour passer à 1706 DEM, soit une réduction du revenu disponible de simplement 7 %.

Ainsi, en combinant ce dispositif avec des mesures comme l'augmentation progressive de l'âge de départ à la retraite, le fardeau pourrait être limité à un niveau susceptible de faire l'objet d'un consensus politique, à la condition que les fonds d'investissement génèrent de bons rendements. Pour désamorcer la bombe des retraites, il faut absolument que le secteur privé génère des rendements élevés sur le capital investi et crée des opportunités d'investissement supplémentaires à haut rendement. Cela n'est pas un hasard si le fonds de retraite des salariés du secteur public californien se fait l'un des avocats les plus véhéments de la création de valeur pour l'actionnaire aux États-Unis et s'il a déclaré clairement qu'il entendait que cette valeur pour l'actionnaire soit une priorité sur les autres marchés.

Si on veut que les régimes de retraite par capitalisation marchent bien et que le conflit entre les générations soit évité, en Allemagne ou dans tout autre pays développé, il faut maintenir une pression constante sur les entreprises pour qu'elles génèrent de la valeur pour l'actionnaire.

## LES ÉCONOMIES SOUCIEUSES DE L'ACTIONNAIRE ONT DE MEILLEURS RÉSULTATS

Il est peu probable que les brillantes performances économiques, réalisées depuis le milieu des années 80 par les États-Unis, aient pu l'être sans la discipline qu'impose le capitalisme de l'actionnaire et sans l'œil vigilant de bon nombre d'acteurs économiques sur la création de valeur pour l'actionnaire.

La focalisation de l'entreprise américaine sur la création de valeur pour l'actionnaire tend à limiter l'investissement dans des stratégies dépassées – et même à désinvestir – bien avant qu'une entreprise inspirée de tout autre modèle de gouvernance ne le ferait. La focalisation sur le bénéfice net favorise la « destruction créatrice » de Schumpeter. De nombreux dirigeants ont cédé à la tentation de prétendre que les marchés raisonnent à courte vue. Outre qu'il s'agit souvent de dirigeants dont les entreprises ont une piètre performance, il est difficile de défendre ce point de vue lorsqu'on considère le grand nombre d'introductions en Bourse et les valorisations atteintes par les entreprises de la nouvelle économie ces dernières années. On peut sans doute dire que les marchés sont imprudents, mais certainement pas qu'ils raisonnent à court terme.

Et que dire de la performance économique réelle ? Les économistes s'accordent à penser que l'indicateur majeur de la réussite économique est le PIB par tête. Comme le montre la figure 1.4, sur la base de cet indicateur, les États-Unis, qui sont l'économie la plus capitaliste et celle où la culture de l'actionnaire est la mieux implantée, ont plus de 20 % d'avance sur les autres grands pays développés. Jusqu'en 1975, certains d'entre eux rattrapaient une partie de leur retard. Ce mouvement ne s'est pas poursuivi. Au contraire, l'écart se creuse à nouveau.

Entre 1994 et 1997, le McKinsey Global Institute a mené toute une série de recherches, où il analysait les écarts entre le PIB par tête aux États-Unis et ceux d'autres pays. Son étude, qui portait alors essentiellement sur les États-Unis, l'Allemagne et le Japon, expliquait l'avantage américain sur les autres pays par une productivité bien supérieure à celle des autres pays, en particulier la productivité du capital (voir la figure 1.5). Comment les États-Unis peuvent-ils avoir de meilleures performances que d'autres, alors qu'on a souvent déploré leur taux d'épargne très insuffisant ? La réponse est à chercher dans l'utilisation de cette épargne. Aux États-Unis, l'épargne est investie dans des projets plus productifs (c'est-à-dire économiquement rentables ou générateurs de valeur) qu'en Allemagne ou au Japon. Comme le montre la figure 1.6, la rentabilité financière du secteur marchand, aux États-Unis, entre 1974 et 1993, a été nettement plus élevée qu'en Allemagne et au Japon.

Figure 1.4 PIB par tête

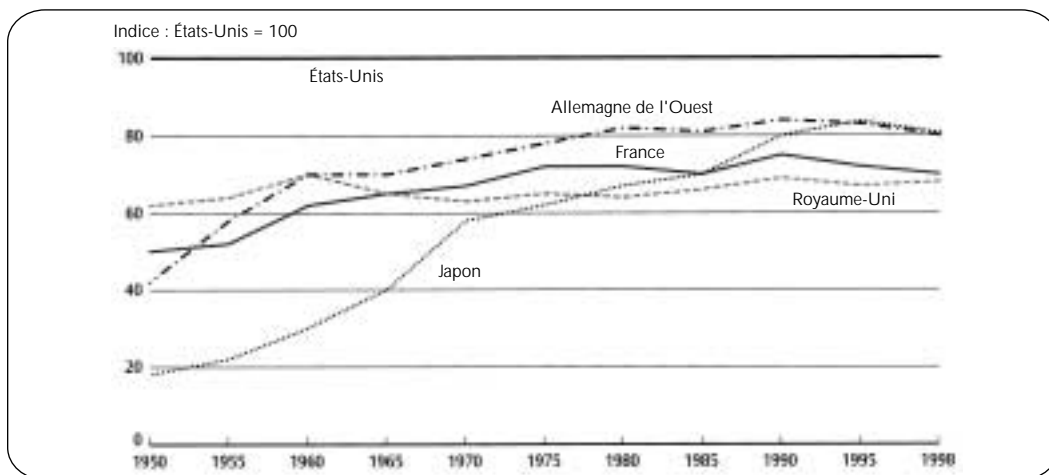
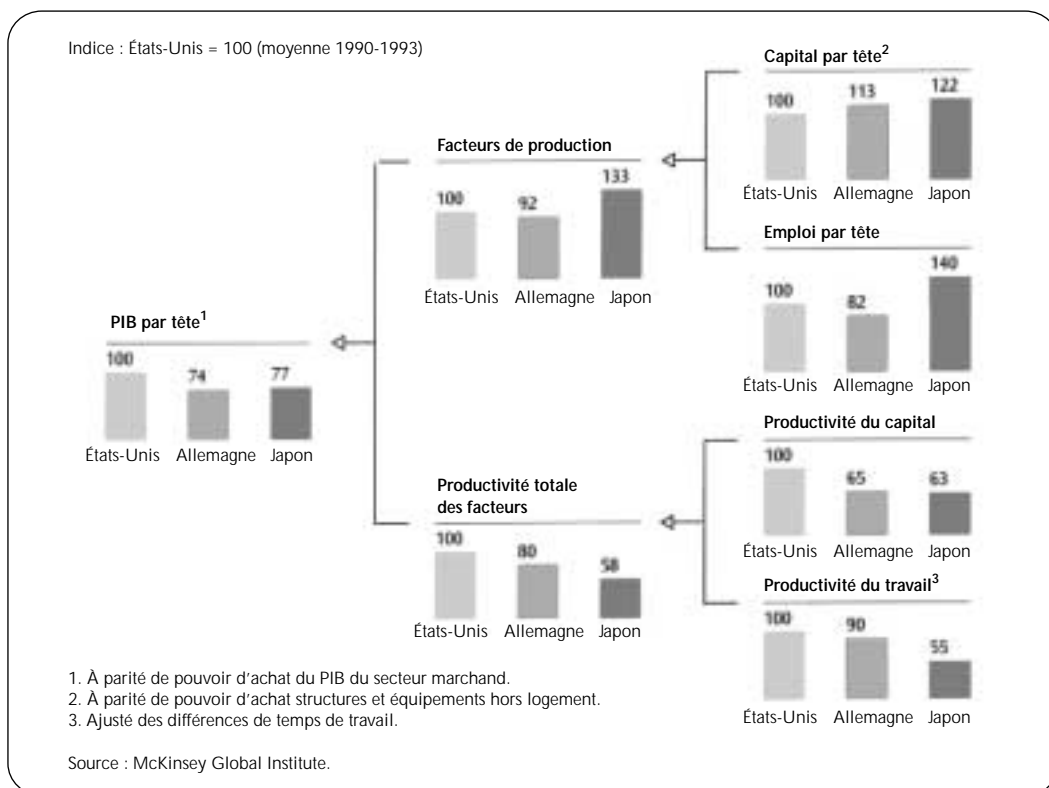
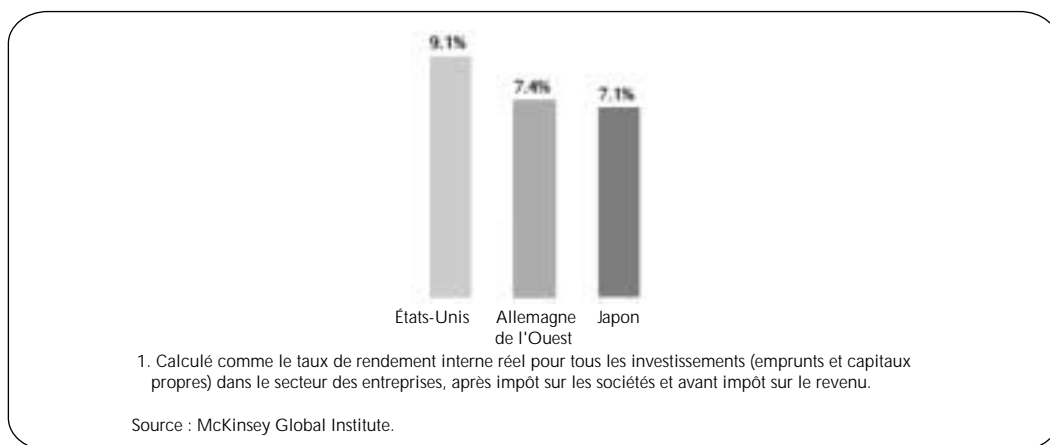


Figure 1.5 Sources des différences du PIB par tête dans le secteur marchand



Cela ne veut pas dire que le système de la valeur pour l'actionnaire soit toujours perçu positivement. Des vies sont gravement perturbées par des suppressions d'emplois à la suite de restructurations. Pour autant, l'aptitude d'une économie à créer des emplois ou son incapacité à le faire reste le meilleur indicateur de la qualité du système. Sur ces bases, les résultats obtenus par les États-Unis face aux autres pays parlent d'eux-mêmes.

Figure 1.6 Rendements financiers annuels dans le secteur des entreprises de 1974 à 1993<sup>1</sup>



Il y a deux siècles, Adam Smith avançait que les entreprises les plus productives et les plus innovantes généraient les plus forts rendements pour leurs actionnaires et attiraient les meilleurs ouvriers, qui seraient plus productifs et accroîtraient les rendements, enclenchant ainsi un cercle vertueux. À l'inverse, les entreprises qui détruisent de la valeur créent un cercle vicieux et finissent même par disparaître.

Aujourd'hui, nous dirions qu'il est dans l'intérêt d'une entreprise qui se focalise sur la création de valeur pour l'actionnaire de se comporter en bonne entreprise citoyenne. Pourquoi ? Tout simplement parce qu'une telle entreprise créera davantage de valeur pour ses actionnaires. Prenons le cas de ses salariés. Une entreprise aura des difficultés à attirer et à garder un personnel de qualité si elle essaye de faire grossir ses bénéfices en offrant un cadre de travail déplaisant, en sous-payant et en lésinant sur différents avantages. Aujourd'hui, avec une main-d'œuvre plus mobile et mieux formée, ce type d'entreprise verra sa rentabilité baisser. Le fait de bien traiter son personnel est non seulement louable moralement, c'est aussi payant au plan économique.

Des études empiriques montrent également clairement que la création de richesse pour l'actionnaire ne se fait pas aux dépens des autres parties prenantes de l'entreprise. Dans la deuxième édition de ce livre, nous avons étudié la relation entre la productivité du travail,

Figure 1.7 Richesse actionnariale\* et productivité

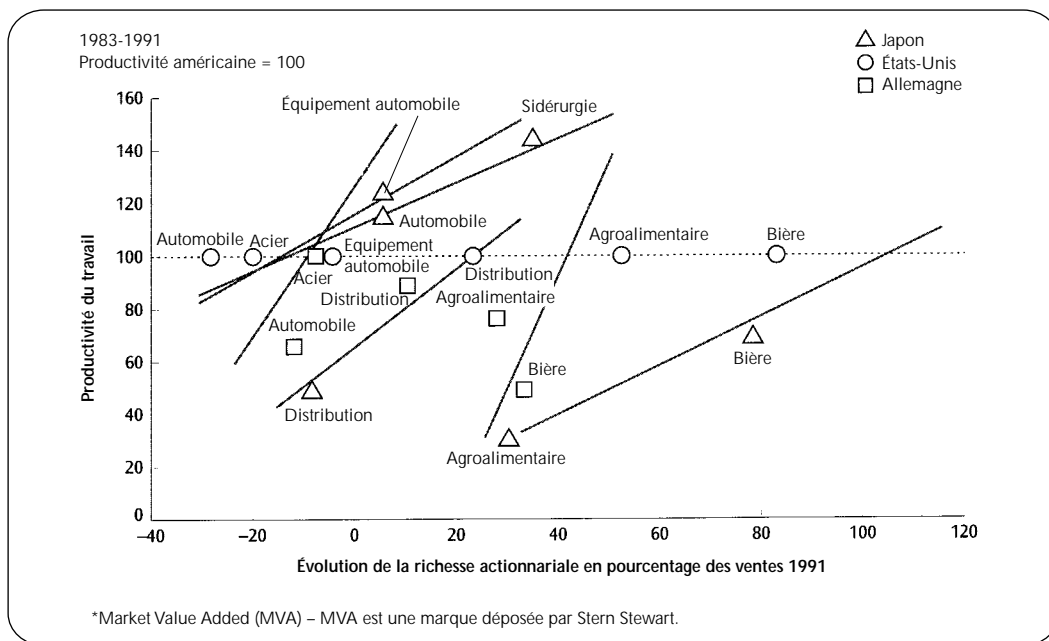
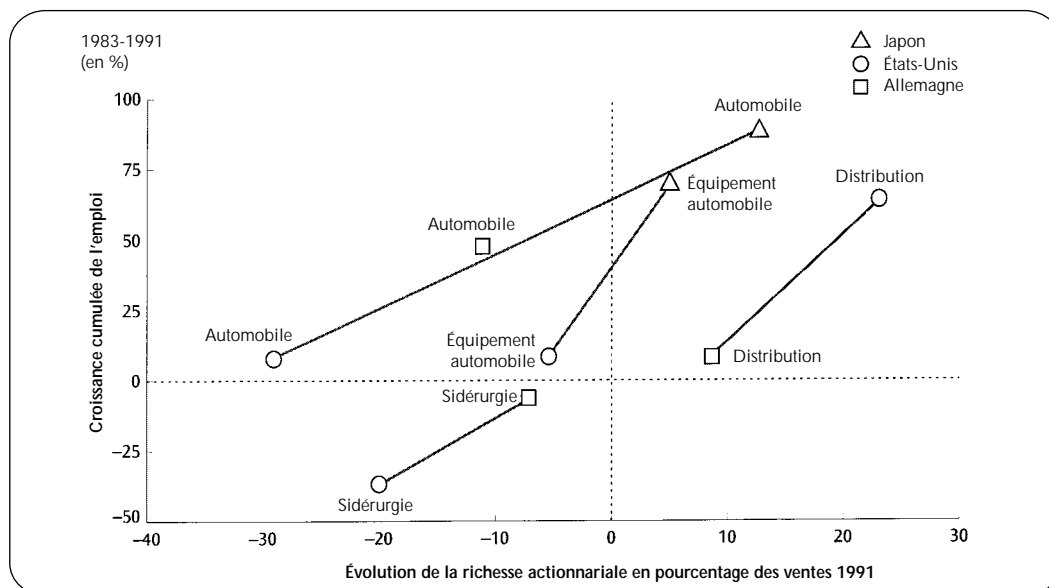


Figure 1.8 Richesse actionnariale et croissance de l'emploi



l'accroissement de richesse pour l'actionnaire et la création d'emplois dans bon nombre de secteurs aux États-Unis, au Japon et en Allemagne. Les résultats sont indiqués aux figures 1.7 et 1.8. Notre conclusion est que les entreprises ayant une forte productivité du travail sont mieux à même de créer de la valeur que celles dont la productivité est faible, et que ces résultats ne sont pas obtenus aux dépens du personnel en général. Les entreprises qui sont capables de créer davantage de valeur créent aussi des emplois.

## SYNTHÈSE

Le poids grandissant des actionnaires dans les pays les plus développés a conduit un nombre toujours plus important de patrons à se focaliser sur la création de valeur, considérée comme l'indicateur majeur de la performance de l'entreprise. Est-ce une bonne chose ? Il semble à l'évidence qu'une telle attitude est non seulement favorable aux actionnaires (un groupe qui tend de plus en plus à nous inclure tous), mais aussi à l'économie et aux autres groupes concernés par l'entreprise.

McKinsey & Company  
Tom COPELAND  
Tim KOLLER  
Jack MURRIN

# **LA STRATÉGIE DE LA VALEUR**

## **ESTIMER ET DÉVELOPPER LA VALEUR DES ENTREPRISES**

Traduit de l'américain par  
Vincent Phalippou

Coordination : Chantal Pommier

© Éditions d'Organisation, 2002

ISBN : 2-7081-2662-8

**Éditions**  
**d'Organisation**





# *Sommaire*

<b>Préface à l'édition française</b> .....	XV
<b>Avant-propos</b> .....	XVII
<b>Remerciements</b> .....	XXIII
<b>Première partie – Valeur d'une société et mission du dirigeant</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 1. Pourquoi évaluer la valeur?</b> .....	<b>3</b>
L'Émergence d'une culture de la valeur pour l'actionnaire .....	4
Les économies soucieuses de l'actionnaire ont de meilleurs résultats ...	12
Synthèse .....	16
<b>Chapitre 2. Le gestionnaire de la valeur</b> .....	<b>17</b>
Devenir un gestionnaire de la valeur .....	17
Le cas d'EG corporation .....	18
Synthèse .....	51
<b>Chapitre 3. Principes fondamentaux de la création de valeur</b> .....	<b>53</b>
Les premières années .....	53
Le nouveau concept de Fred.....	56
Fred s'introduit en bourse.....	57
Fred se développe en lançant des formules voisines .....	60
Synthèse des leçons de Fred .....	61
<b>Chapitre 4. Survivre à la prolifération des indicateurs de mesure de la valeur</b> .....	<b>63</b>
Étude plus détaillée des méthodes .....	65

<b>La performance boursière: la dynamique des anticipations</b> .....	66
<b>La valeur de marché déterminée à partir du DCF</b> .....	72
<b>Les leviers de création de valeur: les principaux indicateurs</b> .....	82
<b>Synthèse</b> .....	83
<b>Chapitre 5. Le cash roi</b> .....	85
<b>La relation entre le TRS et la variation des attentes du marché</b> .....	86
<b>La relation entre valorisation et ROIC/croissance</b> .....	87
<b>Le marché n'est pas dupe des habillages de résultats</b> .....	90
<b>Le marché privilégie le long terme</b> .....	95
<b>Les implications pratiques des inefficiences du marché pour les dirigeants</b> .....	100
<b>Synthèse</b> .....	101
<b>Chapitre 6. Matérialiser la création de valeur</b> .....	103
<b>Définir un projet et des objectifs</b> .....	106
<b>Gérer le portefeuille de la société</b> .....	108
<b>Orienter l'organisation vers la valeur</b> .....	111
<b>Comprendre les leviers de création</b> .....	113
<b>Gérer les performances de l'activité</b> .....	117
<b>Gestion des performances individuelles</b> .....	122
<b>Commencer à réaliser la création de valeur</b> .....	124
<b>Synthèse</b> .....	126
<b>Chapitre 7. Fusions, acquisitions et joint ventures</b> .....	127
<b>Gagnants et perdants</b> .....	128
<b>Les causes d'échec</b> .....	132
<b>Les étapes dans les fusions et acquisitions réussies</b> .....	135
<b>Les joint ventures</b> .....	143
<b>Synthèse</b> .....	146
<b>Deuxième partie – L'évaluation des cash-flows: guide du praticien</b> .....	147
<b>Chapitre 8. Les modèles d'évaluation</b> .....	149
<b>Le modèle des cash-flows actualisés d'entreprise</b> .....	150
<b>Les facteurs créateurs de cash-flow et de valeur</b> .....	156
<b>Le modèle du profit économique</b> .....	163
<b>Le modèle de la valeur actualisée ajustée (APV)</b> .....	167
<b>Le modèle DCF généré par les fonds propres</b> .....	172
<b>Les modèles d'évaluation d'options</b> .....	175
<b>Autres approches</b> .....	175
<b>Synthèse</b> .....	178

<b>Chapitre 9. L'analyse des résultats passés</b> .....	179
Retraiter les états comptables .....	180
Le NOPLAT .....	186
Le cash-flow disponible .....	191
<b>Identifier les composantes du ROIC et développer</b>	
une vue d'ensemble .....	195
Santé financière et liquidité .....	197
Questions complexes d'analyse des performances financières .....	201
Calculer les leviers de création de valeur .....	212
Développer une vue d'ensemble historique .....	219
<b>Chapitre 10. L'estimation du coût du capital</b> .....	231
La formule d'estimation du WACC .....	232
Première étape: la pondération en fonction des valeurs de marché ....	234
Deuxième étape: l'estimation du coût des financements autres	
que les fonds propres .....	241
Troisième étape: l'estimation du coût d'opportunité	
des fonds propres .....	246
Dette à court terme .....	264
Endettement à long terme .....	264
Dettes liées au régime des retraites .....	265
Fonds propres ordinaires, provisions générales, intérêts	
minoritaires et impôts reportés .....	266
Aides publiques .....	267
<b>Chapitre 11. La prévision des performances</b> .....	269
Déterminer l'horizon et le niveau de détail des prévisions .....	270
Développer une vision stratégique .....	271
Traduire la vision stratégique en prévision financière .....	277
Développer différents scénarios de performance .....	281
Quelques données sectorielles pour guider vos prévisions .....	283
Développer une vision stratégique .....	287
Développer différents scénarios de performance .....	290
Établir des prévisions par rubrique comptable	
pour le futur proche .....	292
Faire des prévisions à moyen terme .....	308
Vérifier la vraisemblance des hypothèses .....	308
<b>Chapitre 12. L'estimation de la valeur continue</b> .....	311
La formule de valeur continue préconisée dans le cadre	
d'une évaluation par les DCF .....	313
La formule de valeur continue préconisée pour une évaluation	
par le profit économique .....	316
Questions d'interprétation de la valeur continue .....	317
Estimer les paramètres d'évaluation de la valeur continue .....	323

Les pièges habituels .....	325
Un avis sur d'autres méthodes .....	327
Les autres approches par le DCF .....	328
Des formules sophistiquées pour estimer la valeur continue .....	331
<b>Chapitre 13. Le calcul et l'interprétation des résultats .....</b>	<b>337</b>
Calculer et tester les résultats .....	337
Interpréter les résultats .....	340
L'art de l'évaluation .....	341
Analyse de sensibilité .....	347
Perspectives .....	347
<b>Troisième partie – La pratique de l'évaluation .....</b>	<b>349</b>
<b>Chapitre 14. L'évaluation d'un groupe multiactivité .....</b>	<b>351</b>
L'évaluation de l'entreprise multiactivité .....	352
Conclusion .....	365
<b>Chapitre 15. L'évaluation des .com .....</b>	<b>367</b>
L'analyse par les cash-flows actualisés lorsqu'il n'y a pas de cash-flows à actualiser .....	367
Partir du futur .....	370
Prendre en compte les probabilités .....	371
L'analyse de la valeur pour le client .....	374
Une incertitude qui est là pour durer .....	377
Synthèse .....	378
<b>Chapitre 16. L'évaluation des entreprises cycliques .....</b>	<b>379</b>
L'évolution des cours des actions des entreprises cycliques .....	379
Le marché apparaît plus clairvoyant que les prévisions du consensus .....	384
La démarche d'évaluation des entreprises cycliques .....	385
Synthèse .....	387
<b>Chapitre 17. L'évaluation des filiales étrangères .....</b>	<b>389</b>
Première étape: analyse de la performance historique .....	391
Deuxième étape: prévoir les cash-flows dans la monnaie du pays de la filiale .....	397
Troisième étape: l'estimation du taux d'actualisation en devise étrangère .....	401
Quatrième étape: l'actualisation des cash-flows disponibles .....	402
Les conséquences de la couverture de change .....	402
Synthèse .....	408

<b>Chapitre 18. L'évaluation hors des États-Unis</b> .....	409
<b>Différences de traitement comptable</b> .....	410
<b>La fiscalité</b> .....	424
<b>Le coût des capitaux</b> .....	429
<b>Résumé</b> .....	435
<b>Chapitre 19. L'évaluation dans les marchés émergents</b> .....	437
<b>Effets de l'inflation sur l'analyse financière dans les pays émergents</b> .....	438
<b>Le traitement des écarts de taux de change et de taux d'inflation</b> .....	446
<b>Prise en compte dans l'évaluation des risques afférents aux marchés émergents</b> .....	447
<b>Le calcul du coût des capitaux dans les marchés émergents</b> .....	452
<b>Synthèse</b> .....	461
<b>Chapitre 20. Évaluer la flexibilité grâce aux techniques de valorisation des options</b> .....	463
<b>Les méthodes d'évaluation des options réelles</b> .....	465
<b>Essai de classification des options</b> .....	469
<b>La comparaison des approches</b> .....	472
<b>Exemples numériques</b> .....	476
<b>L'évaluation des options</b> .....	483
<b>L'utilisation des options en pratique</b> .....	485
<b>Les options de passif</b> .....	490
<b>Synthèse</b> .....	497
<b>Chapitre 21. L'évaluation des banques</b> .....	499
<b>Les difficultés de l'évaluation des banques</b> .....	499
<b>La méthode d'évaluation des banques fondée sur les fonds propres</b> .....	501
<b>L'évaluation des banques de l'extérieur</b> .....	505
<b>L'évaluation des banques à partir de données internes</b> .....	514
<b>Synthèse</b> .....	522
<b>Chapitre 22. L'évaluation des compagnies d'assurances</b> .....	523
<b>Comptabilité et rentabilité d'une compagnie d'assurances</b> .....	523
<b>Le cash-flow disponible pour les actionnaires</b> .....	531
<b>Un exemple: l'évaluation de Transamerica</b> .....	536
<b>Gestion par la valeur appliquée aux compagnies d'assurances</b> .....	548
<b>Synthèse</b> .....	552
<b>ANNEXES</b> .....	555
<b>ANNEXE A – Le modèle de la valeur actualisée corrigée</b> .....	557

<b>ANNEXE B – Mises en pratique</b> .....	565
<b>ANNEXE C – Lexique anglais-français</b> .....	587
<b>Index</b> .....	591