

# **La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. *Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale »***<sup>\*</sup>

Frédéric LORDON<sup>2</sup>

*Pour mal définie et polysémique qu'elle soit, la « création de valeur » ne s'en impose pas moins comme l'impératif catégorique de toute gestion d'entreprise. La première chose à faire, si l'on veut l'éclairer, est d'en recenser les multiples définitions. Très inégalement pertinentes, habillant parfois de neuf de très vieilles notions, elles prolifèrent en grand nombre, quoiqu'émerge du lot l'une d'entre elle – l'EVA – plus rigoureusement construite, et qui a fini par s'imposer comme le meilleur représentant de la « valeur actionnariale ». On en reconstitue la genèse, à l'intersection d'une macro-histoire structurale qui voit la déréglementation des marchés d'actifs et l'émergence du pouvoir actionnarial, et de micro-histoires individuelles oscillant entre prédication et innovation schumpeterienne : la « valeur » est une cause, et elle sera aussi promue comme filon pour consultants en « management de la valeur ». Il reste alors à cerner la part de ses usages rhétoriques et de ses pratiques effectives, en se tenant à distance de deux thèses antagonistes qui voudraient, l'une que la création de valeur n'ait pas d'autre réalité que ses instrumentations à des fins de légitimation, et l'autre que l'EVA règne déjà sans partage au sein d'entreprises dont elle aurait irréversiblement normalisé tous les comportements.*

Si l'on en juge par la fréquence de ses apparitions dans le discours des entreprises, et plus largement dans le discours économique public, le concept de « valeur actionnariale », semble s'imposer comme la clé de toutes les pratiques managériales, l'analyseur d'un modèle de gestion inédit, entièrement conformé par une relation capitaliste dominée par le pouvoir actionnarial – et notamment les grands gestionnaires de l'épargne collective. Derrière la « valeur » – et l'ellipse vaut démonstration de force, qui dispense le nouveau pouvoir d'avoir à rappeler son nom tant sa présence dans les esprits s'impose avec la force de l'évidence – derrière la « valeur » donc, se tient en tout cas une notion cruciale

---

1. <sup>\*</sup> Mes remerciements vont à un referee anonyme ainsi qu'à Laurent Tréca, directeur du développement à la BNP, lecteur aussi attentif que peu suspect de complaisance. Les positions défendues dans ce travail n'engagent en rien leur responsabilité, et les erreurs éventuelles me reviennent en totalité.

2.  : CNRS-CEPREMAP, 142 rue du Chevaleret, 75013 PARIS,  : + 33 (0)1 40 77 84 94 –  : frederic.lordon@cepremap.cnrs.fr ou frederic.lordon@wanadoo.fr

puisque l'élle réalise l'articulation du macro et du micro, mettant en connexion la contrainte créancière déployée dans le champ d'un système de marchés financiers déréglementés et le comportement des firmes, c'est-à-dire traduisant en commandements de gestion l'exigence actionnariale – mais telle qu'elle s'est constituée en pouvoir *macroscopique* sous l'effet de la concentration du capital financier.

Pourtant la récurrence des références à la « création de valeur » est telle qu'elle finit par en devenir suspecte : on licencie pour la valeur, on fusionne pour la valeur, on innove pour la valeur, on *spin-off* pour la valeur, et si on faisait le contraire de tout ça ce serait encore au nom de la valeur. Ainsi la « valeur » s'est-elle imposée comme une sorte de mot fétiche, légitimateur universel et définitif de toutes les pratiques managériales, psalmodié rituellement dans toutes les situations de justification (face aux actionnaires, face aux salariés, face aux pouvoirs publics, face à l'opinion) et dont le fonctionnement magique et mécanique dénote une modalité discursive tout autre que celle de la pure rationalité économique. Aussi faut-il interroger la « valeur actionnariale » non pas seulement dans ses attendus techniques mais également dans sa capacité symbolique, c'est-à-dire dans ses pouvoirs sténographiques, fédérateur et légitimiteur. Sous ce rapport, il est possible de dire de la « valeur » ce qu'on a déjà dit de « l'expansion », ou de la « stabilité » dans l'ordre de la politique économique : elle est une *idée simple*<sup>3</sup>. Le cas de la politique économique était particulièrement propice à la mise en évidence de ces effets de sténographie – c'est pourquoi il donne à l'analyse de la « valeur » une référence plus que de simple analogie, en montrant notamment comment un régime de pratiques économiques parvient à trouver sa cohérence, et aussi son identité historique, dans la capacité fédératrice d'une notion centrale, raccourci et synthèse conférant un sens global à la multiplicité de ses éléments. Ainsi, par exemple, loin de répondre au modèle optimisateur d'un État sujet unifié et rationnel, la politique économique relève de logiques proprement politiques qui donnent un sens à l'ensemble de ses interventions en les agrémentant en un projet, signifié par une idée directrice élémentaire, une *idée simple* – et même suffisamment simple pour fonctionner comme un mot d'ordre. On pourrait, de la sorte, suggérer qu'aux trois régimes de politique économique qui se succèdent en France sur le siècle, correspondent trois idées simples, omniprésentes dans les discours publics, fédératrices chacune d'un « projet » posé avec suffisamment de force pour se subordonner les diverses interventions de la politique économique et, ce faisant, leur conférer sens et identité d'ensemble : il s'agit de la *convertibilité* (régime d'étalement), de *l'expansion* (fordisme), et de la *stabilité* (désinflation compétitive)<sup>4</sup>.

---

3. Voir Lordon [1999] : « La force des idées simples ; misère épistémique des comportements économiques », miméo cepremap.

4. *Id.*

Il faut certainement y regarder à deux fois avant de passer sans autre forme de procès de la politique économique à ce qu'on pourrait appeler la « gouvernance d'entreprise », en désignant par là l'ensemble des principes organisant la conduite des firmes et les pratiques managériales – et c'est d'ailleurs bien l'une des questions posées par le présent travail que de savoir si, comme on a pu distinguer des régimes de politique économique et leurs mots d'ordre respectifs, il y a ou non, ou en voie d'émergence, un régime de gouvernance d'entreprise dont l'idée simple serait la « valeur ». Le rapprochement est en tout cas tentant, et ce d'autant plus que, sur le modèle des séquences historiques évoquées à propos de la politique économique, on pourrait voir dans les années récentes la transition d'un « régime de la *compétitivité* » à un « régime de la *valeur* ». Pendant toute la décennie quatre-vingt, la compétitivité a été érigée en mot d'ordre des stratégies d'entreprise et des pratiques managériales, idée simple et idéeforce, fonctionnant presque comme un slogan et fournissant la justification dernière de toutes les décisions de l'entreprise : licenciements et modération salariale bien sûr, mais aussi intensification du travail, flexibilisation des statuts, réorganisations productives, délocalisations, etc. C'est désormais la valeur qui remplit cette fonction et, faisant office de mot fétiche, désigne le lieu de convergence de tous les efforts de l'entreprise, la chose hautement désirable, ou hautement impérieuse, en tout cas qui donne sens et nécessité à tous ses actes.

La question de l'existence effective d'un régime de gouvernance d'entreprise structuré par l'idée simple de la valeur, n'en est pas pour autant si facilement tranchée. Certes on pourrait s'en tenir au seul fait discursif que cette idée aliamente, lui suffisamment massif pour être incontestable. Mais le changement de référentiel qui substitute la valeur à la compétitivité ne tombe pas du ciel des idées managériales, il correspond à un nouveau système de contraintes dans lequel sont plongées les entreprises, et, en retour, il est d'une ampleur telle qu'il ne peut pas laisser les pratiques inchangées. C'est pourquoi la question de la tension entre rhétorique et pratiques, de l'écart entre régime discursif et régime effectif de la gouvernance d'entreprise peut difficilement être évitée. L'intuition du présent travail tient que, pour l'heure, les discours sont en avance sur les pratiques. On parle plus de la valeur qu'on ne la met en œuvre véritablement, en tout cas en France. Et on se sert de la valeur pour promouvoir des projets qui, pour recueillir l'assentiment de la finance, se doivent d'être présentés « dans les formes », c'est-à-dire en manifestant ostensiblement tous les égards dus au nouveau pouvoir actionnarial.

Mais ceci ne signifie pas que les discours de la valeur, qui sont assurément la matière d'une nouvelle langue de bois, ne soient que cela. Le système de contraintes (financières) qui leur a donné naissance est bien réel ; sans compter que les discours finissent par avoir des effets performatifs – parfois au corps défendant de ceux qui les tiennent ! Ainsi, face au pouvoir actionnarial, il est de moins en moins possible aux dirigeants de s'en tirer par de simples acquits discursifs, et l'écart entre la rhétorique et les pratiques appelle irrésistiblement son comblement. L'alignement des pratiques est donc en marche, mais moins sur le

mode de la normalisation implacable que sur un mode plus transactionnel, qui constraint les dirigeants d'entreprise à un certain nombre de figures imposées, figures génériques de l'allégeance, tout en leur laissant ouverte une certaine marge de manœuvre pour la définition exacte de leur soumission – avec tout ce que cette liberté résiduelle suppose de ruse et de possibilité d'interaction.

S'il en est ainsi, c'est d'abord en raison de la relative indétermination du concept de valeur. Bien sûr cette indétermination est le propre de toutes les *idées simples*, le garant de leur pouvoir fédérateur et mobilisateur. De ce point de vue, la valeur est conforme en tout point à ce « modèle » ! Parfaitement polysémique, la valeur voit certaines de ses multiples définitions osciller entre insuffisance analytique, défaut de pertinence théorique et difficulté concrète de mise en œuvre. C'est dire qu'il n'y a aucune objectivité irréfutable, aucune unicité de mesure ni de préconisation derrière cette notion dont l'intitulé même est pourtant bien fait pour charrier toutes les images d'exactitude du chiffre qui ne ment pas et de rationalité quantitative sans appel. C'est pourquoi il y a lieu de faire aussi bien une généalogie qu'une sociologie d'une notion qui n'est le produit ni de la science économique en majesté ni d'une rationalité gestionnaire pure et parfaite : d'où vient la valeur et quels en sont les usages – usages sociaux et usages stratégiques ? Le retour sur la genèse offre cet inestimable avantage de restituer dans leur état natif les stratégies et les projets, les groupes sociaux qui les portent, les individus qui les promeuvent, bref toute cette activité au spectacle duquel le platonisme économique ne résiste pas un instant.

## **LE MAQUIS DE LA VALEUR**

Le premier des degrés de liberté offerts aux usages rhétoriques de la valeur réside certainement dans la multiplicité des définitions qu'elle est susceptible de revêtir. On est frappé en effet de la prolifération des indicateurs qui, dans les divers discours économiques ou managériaux, se donnent pour incarnation de la valeur actionnariale.

Au plus bas niveau d'élaboration, la création de valeur est comprise comme la variation (évidemment positive) de la capitalisation boursière d'une entreprise. La plupart des protagonistes (chefs d'entreprise, analystes financiers, investisseurs) ont tôt fait de critiquer l'indigence de cette définition – critique qui n'empêche d'ailleurs nullement certains d'entre eux d'y recourir lorsque la nécessité rhétorique s'en fait sentir<sup>5</sup>. Si cette définition pèche, c'est bien sûr par son caractère extrêmement sommaire, mais surtout parce qu'elle remet en totalité la création de valeur aux variations du marché financier sans incorporer, même simplement pour une part, des éléments de performance qui seraient im-

---

5. De ce point de vue, l'analyse des discours émis pendant le conflit Société Générale-BNP-Paribas en 1999 est assez édifiante [voir Lordon, 2000].

putables en propre, et plus directement, aux comportements économiques de l'entreprise elle-même.

C'est en partie pour cette raison, mais surtout sous le poids de l'habitude, que certains considèrent parfois le bénéfice par action (BPA) comme une mesure possible de la création de valeur. Sous le poids de l'habitude, car le BPA, avec le PER (*Price-Earning Ratio*, i.e. le rapport Cours/BPA), est l'un des ratios boursiers les plus communément employés. Il ressort de la lecture des rapports annuels que même les entreprises les moins préoccupées de sacrifier aux canons de la valeur livrent sans trop de restriction l'information relative à cet indicateur. Disons dès maintenant que si ces entreprises désireuses de s'acquitter à moindre frais du « minimum actionnarial », ainsi que des commentateurs peu précautionneux, peuvent parfois donner le BPA pour une mesure de la création de valeur, cette assimilation est contestée avec la dernière énergie, notamment par les fondateurs de l'EVA.

Vient ensuite la série des ratios de rentabilité. En commençant par les divers ratios de rentabilité économique comme le RCI (Retour sur capitaux investis) ou le ROA (*Return on Assets*). Le RCI ne prend en compte que les capitaux d'exploitation (immobilisation d'exploitation et besoin en fonds de roulement) quand le ROA intègre le prix d'acquisition des unités d'exploitation proprement dites (et s'adresse par conséquent à des managers opérationnels d'un niveau de responsabilité supérieur à ceux qui sont concernés par le RCI). Mais le point de vue de l'actionnaire est mieux représenté par le ratio de rentabilité financière, ou rentabilité des capitaux propres, ROE (*Return on Equity*).

Ces ratios sont extrêmement standards et pratiqués de très longue date par l'analyse financière. On pouvait bien les rebaptiser « création de valeur » pour les remettre au goût du jour, il était difficile d'escamper de ce seul habillage cosmétique de quoi soutenir un discours suffisamment renouvelé pour faire changement de référentiel. Aussi la valeur actionnariale ne trouve-t-elle véritablement ses concepts qu'avec des « innovations » tranchant plus significativement avec les routines cognitives antérieures. Encore les guillemets sont-ils de rigueur quand on considère le caractère somme toute très peu révolutionnaire de ces « innovations » intellectuelles, toutes portées, il faut le noter, par des cabinets de conseil. Le TSR (*Total Shareholder Return*), proposé par le Boston Consulting Group, fait le ratio des dividendes perçus et de la plus-value finale sur le capital-actions investi. On ne saurait correspondre plus étroitement à la perspective de la rentabilité boursière. Le TSR, qui répond à une perspective d'évaluation financière externe, a lui-même donné naissance, par extension, à un concept moins boursier et plus économique, que Mottis et Ponssard [1999] présentent comme son « équivalent interne » : le TBR (*Total Business Return*). Du TSR, le TBR conserve l'idée d'agrégner la différence entre une valeur initiale et une valeur terminale, et la valeur des cash flows intermédiaires. C'est bien sûr l'évaluation des valeurs initiale et terminale de l'entreprise considérée qui pose problème, et l'incertitude des procédés recourant à des multiples de l'EBIT

(*Earnings Before Interest and Taxes*) rend au total la méthode assez malcom-mode d'emploi.

Moins financière et plus économique que le TSR, mais toujours commandée par un point de vue actionnarial, l'EVA (*Economic Value Added*) promue par le cabinet Stern, Stewart & Co s'est imposée à la fois comme la définition la plus riche analytiquement et finalement la plus représentative de la valeur. L'EVA vise à dénoncer l'incapacité du système d'information comptable standard à mettre en évidence les gains véritables des propriétaires de l'entreprise. Le Ré-sultat Net Comptable, en particulier, ne donne à ce sujet qu'une indication extrêmement trompeuse. Une entreprise peut fort bien dégager des bénéfices en apparence substantiels et pourtant ne pas encore rémunérer correctement le ca-pital apporté par ses actionnaires. Mais en quoi consiste exactement cette « juste rémunération » revendiquée par les actionnaires ? Au coût du capital, répondent Stern et Stewart, c'est-à-dire à la rémunération qui pourrait être escomptée d'un placement alternatif de risque similaire. Dit autrement, le coût du capital est un coût d'opportunité : le capital doit être rémunéré à hauteur de ce qu'il pourrait trouver ailleurs.

Parler de coût du capital, c'est assez pour indiquer un degré d'élaboration analytique et des adossements théoriques qui tranchent déjà singulièrement par rapport aux constructions précédentes de la valeur. De fait les concepteurs de la valeur [Stern, 1974 ; Stewart, 1991] ne se privent pas de renvoyer à des références consacrées de la science économique, à commencer par Modigliani et Miller [1958, 1961], mais également tous les auteurs de la théorie financière standard [Markowitz, 1952 ; Merton, 1973 ; Sharpe, 1963, 1964]. En effet, conformément au modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), le coût du capital est calculé comme la somme du taux d'intérêt de l'actif sans risque (en général les emprunts d'État à dix ans) et d'une prime de risque sectorielle. La prime de risque est elle-même évaluée à partir de la droite de marché qui livre le coeffi-cient  $\beta$  représentant la volatilité relative du titre ou du secteur considéré par rapport au marché (voir encadré 1).

L'EVA est alors définie comme un profit économique généralisé, c'est-à-dire, non pas le résultat net comptable traditionnel, mais le surplus obtenu après rémunération de tous les apporteurs de fonds, dettes *et* capitaux propres. L'EVA est donc égale à la différence entre le résultat opérationnel après impôts (NO-PAT, *Net Operating Profit After Tax*)<sup>6</sup> et la rémunération de la totalité des capi-taux investis au coût moyen pondéré du capital (pour tenir compte de la struc-ture de financement de l'entreprise) (voir encadré 1). Il y a donc création de valeur ( $EVA > 0$ ) non pas lorsque l'entreprise s'est révélée simplement profit-

---

6. Le NOPAT correspond donc à peu près à un concept d'autofinancement, c'est-à-dire d'Excédent Brut d'Exploitation après impôts. L'optique « cash flow » commande en effet qu'on ne tienne pas compte des frais qui ne donnent pas lieu à des sorties de trésorerie effectives comme les dotations aux provisions. Pourtant le concept de NOPAT apparaît d'une cohérence problématique puisqu'il consent à défalquer de l'EVE les dotations aux amortissements, qui ne donnent pas davantage lieu à débours que les précédentes, mais qui sont considérées comme « *true economic expenses* » [Stewart, 1991, p. 86]...

ble, mais lorsque son résultat est suffisamment abondant pour couvrir la rémunération des fonds propres évaluée au coût du capital.

#### ENCADRÉ 1 – L'ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

L'Economic Value Added (EVA) est définie comme un profit économique généralisé, prenant en compte le coût complet du capital – dettes et fonds propres :

$$\text{EVA} = (\text{RCI} - \text{CMPC}) * \text{CI}$$

Avec : CI : Capitaux investis.

RCI : Rentabilité des capitaux investis.

CMPC : Coût moyen pondéré du capital.

Le coût moyen pondéré du capital est donné par :

$$\text{CMPC} = \frac{D}{CI} r + \frac{FP}{CI} c$$

Avec : D : Dette

FP : Fonds propres

r : Taux d'intérêt porté par la dette

c : Coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres est donné par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) :

$$c = i + \beta(m - i)$$

Avec : i : taux de rentabilité de l'actif sans risque (généralement les obligations du Trésor à 10 ans)

m : taux de rentabilité du portefeuille de marché.

$\beta$ : volatilité relative de l'actif considéré par rapport au portefeuille de marché.

$$\beta = \frac{\text{Cov}(m, c)}{\text{Var}(m)}$$

#### GÉNÉALOGIE DE LA VALEUR

Des multiples visages de la valeur, c'est sans conteste celui de l'EVA qui s'est imposé comme le plus représentatif et le mieux référencé. Lorsque, dans la presse ou la littérature managériale paraît un dossier sur la « création de valeur », c'est de l'EVA qu'il est question – Biddle, Bowen et Wallace [1997] notent que les citations de l'EVA dans la presse économique enregistrée par la

base de donnée Lexis/Nexis sont passées de 1 en 1989 à 294 en 1996<sup>7</sup>... Ses promoteurs estimeront sans doute que ce n'est là que juste prime au premier entrant. De fait, c'est l'EVA, historiquement, qui aura porté la percée des thématiques de la valeur actionnariale. Ajoutons également que, par sa consistance théorique et son degré d'élaboration analytique, très supérieurs à ceux des autres indicateurs de la valeur (même si la performance reste toute relative), par sa capacité, en conséquence, à faire innovation, en tout cas en apparence et par rapport à ses « concurrents », dont beaucoup ne sont que des classiques de l'analyse financière et ne sont rebaptisés « valeur » que par valeur ajoutée cosmétique, l'EVA sort indiscutablement du lot. On pourra enfin noter l'habileté du positionnement stratégique de l'EVA qui, s'établissant à l'intersection du financier et de l'économique, s'adresse aussi bien à l'actionnaire, dont on entend défendre le point de vue et le revenu, qu'au chef d'entreprise à qui l'on fournit un critère de performance susceptible de traductions opérationnelles, c'est-à-dire d'entrer concrètement dans les pratiques managériales (voir *infra*).

On serait pourtant bien en peine de chercher dans les caractéristiques intrinsèques de l'EVA les raisons dernières de son succès, et s'il fallait rappeler une fois de plus que les idées n'ont pas de force propre et ne s'imposent pas par la seule grâce de leurs propriétés intellectuelles, l'EVA en offrirait certainement une démonstration éloquente. À vrai dire, l'EVA pourrait même apporter sa contribution à la généralité d'un « modèle » du changement de référentiel, et plus largement des transformations institutionnelles, tel qu'on a déjà pu le voir à l'œuvre dans le cas de la politique économique, à propos du régime de la désinflation compétitive [Lordon, 1997, 1999]. Pour le dire très rapidement, les transformations institutionnelles, selon cette perspective, s'engendent à la rencontre d'une crise structurale et d'une « innovation » intellectuelle. Élaborée dans la sphère à autonomie relative de la science, cette innovation intellectuelle ne devient susceptible de constituer une alternative référentielle qu'à la faveur d'une crise structurale voyant aussi bien une mise en échec des pratiques antérieures, suffisamment patente pour être collectivement enregistrée comme telle, que la montée en puissance de groupes sociaux désireux d'incarner le nouveau bloc hégémonique, à la fois en tirant parti de la situation de crise objective et en se saisissant des nouvelles idées qui incorporent déjà peu ou prou leur point de vue.

Ainsi, les idées de la valeur actionnariale naissent à l'intersection d'une macro-histoire structurale et de micro-histoires individuelles. C'est de la rencontre d'une part d'une transformation profonde de l'organisation de la sphère financière, bouleversant la distribution des pouvoirs entre groupes sociaux et faisant émerger le pôle des créanciers comme nouvelle position de force, et d'autre part de concepts adéquats à cette nouvelle situation, formés dans la tem-

---

7. Pour ce qui est des publications françaises, voir par exemple les dossiers d'*Analyse Financière*, n° 112, septembre 1997, de *L'Expansion Management Review*, septembre 1998, ou d'*Enjeux-Les Echos*, n° 151, octobre 1999, sans compter évidemment les numéros annuels de *L'Expansion* consacrés au classement EVA-MVA des 200 premières entreprises françaises.

poralité particulière du travail intellectuel et disponibles pour précipiter en référentiel, que surgissent les idées de l'EVA.

### **Une genèse surdéterminée par les transformations structurelles de la finance**

La dynamique structurale est certainement première, en ce sens que sans elle rien n'est possible. Tout commence donc avec la déréglementation des marchés financiers. Ainsi, pour ce qui concerne la France, l'étape préparatoire, celle à partir de laquelle se trouve installée l'infrastructure qui permettra ultérieurement aux discours de la valeur de prendre sens, est à dater de 1986. Mais pour les États-Unis l'importance et la fluidité du marché boursier sont acquises depuis longtemps. Le processus décisif est donc plutôt à situer du côté de la constitution d'une relation d'agence aboutie mettant définitivement les entreprises sous l'emprise de leurs actionnaires. Cette histoire est celle de la concentration du capital financier, c'est-à-dire de l'émergence des grands fonds d'épargne collective et de la « gestion institutionnelle ». Car au commencement – plus précisément, des années trente aux années soixante – le capitalisme boursier américain est un capitalisme d'actionnariat individuel, sans influence aucune sur le management des firmes, pour des raisons évidentes de dissémination. La première contestation actionnariale du pouvoir autonome des « technostuctures » managériales passe par le mouvement des investisseurs individuels « activistes ». L'avocat Lewis Gilbert, dès les années trente, et Evelyn T. Davis dès les années cinquante restent comme les figures principales de ce mouvement qui soumettent les dirigeants à la question en assemblée générale – et par là seront reconnues comme des pionniers de la *Corporate Governance* [L'Hélias, 1997]. Au-delà de ces figures individuelles, le mouvement emprunte pendant les années quatre-vingt les voies plus collectives de l'association. Le NCII (*National Council of Individual Investors*), puis la USA (*United Shareholders Association*) lancée par le raider T. Boone Pickens, sont les deux plus notables de ces groupements constitués en lobbies et agissant en assemblée générale<sup>8</sup>. Mais la véritable mutation se produit avec la montée en puissance des fonds d'épargne collective dont on peut prendre la mesure par la décroissance de la part des actions détenues en direct par des particuliers : de 80 % en 1960, celle-ci tombe à 11 % en 1992. Il fallait cette concentration du capital financier pour constituer véritablement le pouvoir actionnarial et placer de force les entreprises dans une relation d'agence [Berle et Means, 1932], sous l'autorité d'un principal doté des moyens – *exit* et *voice* – de faire respecter ses intérêts. Le processus de la concentration est sûrement pour beaucoup dans la dynamique de rationalisation et de professionnalisation, au sens wéberien, de la gestion institutionnelle, demeurée pendant des décennies dans un amateurisme dont l'empirisme et l'intuition étaient les seules ressources. La lecture de Bernstein [1995] permet

---

8. Voir l'Hélias [1997], p. 100-105.

au moins d'en finir avec l'immanence de la rationalité financière ; on est même presque surpris de constater avec quelles difficultés les méthodes du choix portefeuille efficient, pourtant mûres depuis les travaux de la théorie financière des années cinquante-soixante, auront pénétré le domaine de la gestion institutionnelle, et comment, il aura fallu au surplus l'incitation décisive de la crise boursière de 1974 pour conduire les agents à transformer radicalement leurs pratiques. On peut certainement voir dans cette première avancée de la rationalisation de la gestion déléguée une sorte de propédeutique aux idées futures de l'EVA, puisque le MEDAF, qui est au principe du choix de portefeuille optimal, fournit également certains des outils analytiques dont l'EVA se servira à son tour, notamment en matière de calcul du coût du capital (voir *supra*).

Pourtant la théorie du choix de portefeuille procède d'un regard extérieur, purement financier, et, qui plus est, porté sur une *population* de titres, conformément aux enseignements de la diversification du risque. Les idées de l'EVA sont, pour leur part, congruentes à un regard plus individualisé, plus interne et plus économique porté sur les firmes. Ce changement de point de vue, qui prolonge en l'inflétrissant la dynamique de rationalisation de la gestion institutionnelle, ne s'impose pas non plus *sponta sua*, mais répond au franchissement d'une étape supplémentaire dans la série des transformations structurelles de la sphère financière. C'est d'ailleurs d'un mouvement assez paradoxal qu'il s'agit puisqu'il est question de contraindre *légalement* les fonds de pension à s'intéresser à la gestion des entreprises dont ils détiennent les titres, au lieu de les considérer comme des actifs financiers opaques, objets d'investissement et de désinvestissement sur la seule base d'une rentabilité financière externe. Ainsi, c'est la puissance publique, et mieux : le ministère du travail, autorité de tutelle des fonds de pension dans le cadre de la loi ERISA<sup>9</sup>, qui, par le biais de la directive *Avon*<sup>10</sup> du 23 février 1988, et au nom de la sécurité de l'épargne-retraite, fait obligation aux fonds de pension d'exercer leurs droits de vote en assemblée générale. Les investisseurs institutionnels ne tardent pas à se conformer à cette directive, ne serait-ce que parce que leur évolution endogène les y conduit également – mais bien sûr pour de tout autres raisons : la croissance de leur capitalisation, leur écrasante domination du marché des actions rendent en effet progressivement impossible le *Wall Street Walk*, c'est-à-dire la stratégie de l'*exit* (Hirschmann), la réalisation massive des titres d'une entreprise risquant désormais de provoquer un effondrement de son cours, au détriment des fonds eux-mêmes. Reste la *voice*, c'est-à-dire la participation active en assemblée générale. Par des voies différentes mais confluentes, les investisseurs institutionnels sont donc progressivement conduits à s'intéresser aux firmes mais de l'intérieur, et non plus comme seule composante « ponctuelle » d'un portefeuille diversifié, l'EVA venant alors opportunément combler le besoin

---

9. ERISA pour *Employees' Retirement Security Act*.

10. Du nom de la société *Avon Products, Inc.* dont la Caisse de Retraite a été la première visée par la directive du *Labor Department* [voir l'Hélias, 1997, p. 44].

d'indicateurs internes de performance économico-financière. Quoiqu'ils puissent, et même doivent être distingués et dissociés analytiquement, les thèmes de la *Corporate Governance* et de la valeur actionnariale sont donc étroitement solidaires. Si l'on entend par *Corporate Governance* l'ensemble des constructions institutionnelles qui donnent en quelque sorte à l'entreprise une « Constitution boursière »<sup>11</sup>, en organisant notamment la séparation des pouvoirs en son sein, alors il faut voir en elle une sorte de dispositif osmotique, maximisant la transmission des influences en provenance de son environnement actionnarial. La *Corporate Governance* peut ainsi être considérée comme l'infrastructure « juridico-politique » de l'entreprise qui garantit sa perméabilité – et sa soumission – au discours de la valeur, c'est-à-dire aux exigences du capital.

### **Les fondateurs de l'EVA : entre croisade et innovation schumpetérienne**

C'est sur cette macro-histoire structurale, histoire de l'essor des marchés d'actions et de la concentration du capital financier, que viennent se greffer des micro-histoires individuelles, itinéraires particuliers de précurseurs, imprégnés avant les autres de l'*ethos* et de l'*eidos* du régime à venir alors même qu'il est encore dans les limbes, ayant déjà incorporé ses idées-forces, et bien décidés à les promouvoir, apportant par là une contribution décisive à l'accouchement de la « nouvelle ère ». Évidemment rien ne serait plus trompeur que de faire de ces interventions individuelles, quelque importantes qu'elles puissent se révéler, une lecture orientée par une philosophie héroïque de l'histoire. Ces interventions ne sont efficaces que parce qu'elles s'appuient sur une ressource collective déjà constituée, même si elle est peu visible, et qu'elles savent s'unir au *momentum* de forces macroéconomiques et macrosociales qui les dépassent de toutes parts. L'analyse concrète des changements institutionnels a au moins cet avantage de faire apparaître les insuffisances des approches individualistes incapables de saisir que les avancées de l'histoire excèdent absolument toute capacité individuelle – même celle des « grands hommes » – et que le principe de son mouvement réside presque toujours dans la combinaison des énergies individuelles vivantes et des énergies mortes, énergies sociales accumulées/cristallisées dans les structures – héritées du passé ou en train de se faire. La genèse des idées de l'EVA offre une illustration remarquable de ce mélange, ou même de cette incorporation des contributions individuelles aux ressources macrosociales, et puisqu'on se préoccupe maintenant de faire la part des premières, il faut s'arrêter à la figure de Joël Stern qui sort indiscutablement du lot.

Joël Stern, fondateur éponyme du cabinet de conseil qui diffuse le « management par l'EVA », est un ancien étudiant de l'université de Chicago dont il sort en 1964. Formé aux travaux de Modigliani-Miller et à la théorie financière, admirateur déclaré de Jensen, il prétend avoir été l'assistant de Milton Fried-

---

11. Voir entre autres l'Hélias [1997], Parrat [1999], Peyrelevade [1999].

man, déclaration à prendre avec précaution si l'on en croit Félix Bogliolo<sup>12</sup>, qui pour avoir été « l'importateur » en France des idées de l'EVA, et à ce titre très proche de Joël Stern, n'exclut pas l'hypothèse d'un moment de fabulation... À la fin des années soixante, début des années soixante-dix, Joël Stern dirige une filiale interne de la Chase Manhattan Bank, considérée à l'époque comme la « danseuse » intellectuelle de la maison, chargée d'activités de conseil et surtout d'établir un lien entre le monde de la banque et l'université. En ce lieu du monde des affaires à distance de la nécessité des affaires et propice à la rumination intellectuelle, Joël Stern forme le projet qui va orienter toute son existence professionnelle : faire entrer dans la pratique des entreprises les idées élaborées dans la sphère de la science économique. Ces idées sont celles de la théorie financière : rémunération du risque, coût du capital, profit économique. Dans la filiation directe de Modigliani et Miller, qui démontrent l'indifférence de la valorisation de l'entreprise à sa politique de dividendes<sup>13</sup>, Joël Stern élabore sa vision de la valeur en une série de *working papers* d'où sera tiré un article d'abord publié dans le *Wall Street Journal* en 1972, puis dans le *Financial Analysts Journal* en 1974. Son titre à lui seul résume la démarche de Stern : « *Earnings per Share don't count ; It's Free Cash Flow That Really Matters* ». Il s'agit bien de prendre le contre-pied des schémas usuels des praticiens de la finance pour lesquels la valeur est d'abord envisagée à partir du bénéfice par action (BPA). Ces conceptions, transcription à l'usage immédiat de l'actionnaire des informations comptables standard, sont dénoncées comme fondamentalement erronées pour méconnaître la problématique de la juste rémunération des fonds propres. Seule la mobilisation, *sous une forme adéquatement retravaillée*, des concepts de la théorie financière académique peut, selon Stern, redresser pareil contresens. On ne saurait trouver meilleur exemple de ce qu'il n'y a pas de force intrinsèque des idées pures : les premiers travaux de Modigliani et Miller datent de la fin des années cinquante ; ces idées resteront quasi-inertes pendant presque trente ans, et il faudra la révolution structurale de la finance, faisant émerger comme légitime un point de vue de l'actionnaire, et nécessaire sa satisfaction, pour que ces idées deviennent actives.

C'est dire que les débuts sont difficiles. La filiale de la Chase, où Stern a le loisir de développer ses idées, est fermée à la fin des années soixante-dix. Stern franchit alors le pas : il quitte la banque et, en 1982, fonde avec Bennett Stewart le cabinet qui va porter leurs noms. Il faut s'arrêter un instant à ce moment charnière pour mieux souligner l'ambivalence profonde de la démarche de Joël Stern pendant toutes les années qui vont suivre. Car le trait marquant dans toute cette affaire – et c'est vraiment le mot qui convient – est bien dans cette indé-mêlable combinaison de prosélytisme doctrinal et d'opportunisme marchand. L'EVA est une croisade, et ce sera aussi un business.

---

12. Interview de Félix Bogliolo, créateur du cabinet Evafine, 7 octobre 1999.

13. Modigliani et Miller [1961].

Mais la valorisation économique des discours de la valeur ne viendra que plus tard. Pour l'heure c'est une longue prédication dans le vide qui commence. Toute la décennie 80 sera très difficile pour le cabinet Stern, Stewart & Co, car même aux États-Unis, terre de mission actionnariale par excellence, la réception des idées de l'EVA est loin d'être mûre. Le business de l'EVA n'explosera qu'au début des années quatre-vingt-dix, et c'est là un temps de latence suffisamment long pour exclure l'hypothèse du pur opportunisme. En fait le ressort premier de Stern est ailleurs : il est intellectuel et prosélyte – c'est d'ailleurs un trait que l'on retrouvera chez tous les acteurs historiques de l'EVA aux États-Unis comme en France. Intellectuel d'abord car c'est l'amour des idées qui en tout premier lieu lance Stern dans cette aventure : fascination pour la théorie financière et ses grands noms, sentiment douloureux d'une vérité méconnue par ceux qui, au premier chef – les praticiens de la finance – auraient dû se l'approprier, scandale intellectuel au spectacle de l'erreur et, par voie de conséquence, vocation à s'en faire le redresseur. Rectifier le contresens du BPA et faire entrer dans le monde des affaires les vérités disponibles de la science, à l'avantage même de ceux qui vivent hors d'elles, deviennent une sorte de mission. Le registre vocationnel est bien celui qui convient pour parler de cet engagement qui ne regarde pas *d'abord* ses possibles bénéfices ni l'éloignement de son *pay-back*. Plaider dans le désert fait partie de la mission, et la force de la conviction personnelle, au moins pour un temps, supplée largement le défaut de viabilité économique. Ainsi Joël Stern accumule-t-il les raisons de vivre son engagement sur le mode de l'artiste maudit, ayant pour seul tort d'avoir raison trop tôt, et dont l'insuccès des premiers temps confirme paradoxalement la justesse de sa vocation – en même temps qu'elle permet d'accumuler un capital de légitimité, proportionnel à la longueur de la traversée du désert, dont la révélation différée se fera lorsque les conversions commenceront à s'opérer en masse.

Décidément l'EVA est une cause, et c'est bien ce mélange d'adhésion doctrinale et d'engagement prosélyte qui fait le trait commun à tous les protagonistes de cette histoire. Pour tous la conviction est acquise sur le mode de la révélation et, à entendre tous ces récits personnels, on est frappé par la récurrence du lexique de la foi. Sophie l'Hélias, qui aura plus fait pour la *Corporate Governance* que pour l'EVA proprement dite – mais on sait comme ces deux thèmes sont solidaires – parle d'une « *illumination* » en des termes quasi-pentecôtistes<sup>14</sup>. Arnaud Castillo, directeur général du bureau parisien de Stern Stewart & Co, n'hésite pas à se présenter, jeu de mots à l'appui, comme un « *EVAngéliste* »<sup>15</sup>. Tous consacrent à ces entretiens un temps et une énergie qui vont bien au-delà du service rendu au travail de la recherche en sciences sociales, et font affleurer les enjeux du prosélytisme, l'impératif de diffuser et de propager. Serait-ce sa qualité d'ancien polytechnicien qui empêche Félix Bo-

---

14. Interview de Sophie l'Hélias, 27 octobre 1999.

15. Interview de Arnaud Castillo, 20 octobre 1999.

gliolo<sup>16</sup> d'aller aussi loin dans le discours de la conversion, sans pourtant dissimuler le choc intellectuel qui est au principe de son engagement ? En tout cas pour tous ces protagonistes il y a au départ un effet de *theoria*, l'acquisition d'une nouvelle « vision du monde », en rupture avec le sens commun du moment ; et ce ressort de la séduction/conversion proprement intellectuelle, de l'adhésion à des idées, indique à sa manière la part de la sphère à autonomie relative de « l'intellectualité » [Théret, 1999] dans les origines du changement institutionnel.

Mais les traversées du désert dont on parle sont celles qui un jour prennent fin. Le terrain « intellectuel » mûrit lentement tout au long des années quatre-vingt. En 1986, Al Rappaport, professeur de finance, s'empare à son tour des idées du profit économique et publie un ouvrage<sup>17</sup> qui s'attirera plus de visibilité que les articles précurseurs de Stern – il en résultera d'ailleurs une de ces controverses en paternité intellectuelle à quoi l'on reconnaît les percées réussies. Mais c'est en 1993 que très rapidement tout bascule. Joël Stern, en effet, convainc le magazine *Fortune* d'épouser sa cause. Il obtient même mieux : la une. Joël Stern doit ce succès de promotion moins à son talent propre qu'au fait d'avoir réussi à enrôler des cautions prestigieuses dont le capital symbolique pèse lourd auprès de la presse économique : les patrons d'ATT, Coca-Cola et Quaker Oats, premiers clients de Stern, Stewart & Co, acceptent en effet de faire part de leur adhésion au management par l'EVA. Ces soutiens prestigieux sont décisifs. *Fortune* prend en mains les idées de l'EVA. Le retentissement est évidemment considérable. Un an plus tard, le magazine publie le premier palmarès de « la création de valeur » des entreprises américaines.

Le mouvement va gagner assez rapidement la France, même si ses effets prendront encore du temps à se faire pleinement sentir. Tout précipite pendant la période cruciale 1993-1995 et, de fait, de nombreux acteurs de la finance se retrouvent, chacun dans leur domaine (*Corporate Governance*, communication financière, EVA...), pour voir en la deuxième vague de privatisations un moment charnière de l'histoire financière française. Pour ce qui est de l'EVA, la montée progressive en puissance des idées de Stern, la notoriété de Rappaport commencent à attirer l'attention, et notamment celle du cabinet DDI (*Development Institute International*), organisateur de séminaires-conférences, à la recherche de nouveaux sujets et de nouveaux intervenants. Les échos de l'opération *Fortune* convainquent DDI de faire appel à Joël Stern qui vient à Paris en 1994 présenter ses idées. Le succès est immédiat. Le cabinet de conseil Bossard propose séance tenante à Joël Stern d'assurer la représentation de Stern Stewart & Co en France. Mais Stern refuse pour accorder sa délégation non à une organisation déjà constituée, jouissant même déjà d'une réelle notoriété professionnelle, mais à un individu, Félix Bogliolo. Assurément, cette « trans-

---

16. Interview de Félix Bogliolo, 7 octobre 1999.

17. A. Rappaport [1986], *Creating Shareholder Value*, Mac Millan.

mission » est bien dans la manière des « évangélistes » de la valeur, et il vaut d'en reconstituer le récit.

Polytechnicien, ayant fait le choix d'une carrière dans la finance, Félix Bogliolo travaille à la Continental Illinois. À ce titre il participe à un séminaire de réflexion maison, tenu régulièrement à Londres, et qui passe, dans le monde bancaire, pour être un haut lieu de stimulation intellectuelle. Il y découvre les idées de l'EVA en 1985 et, selon une formule maintenant bien établie, cette rencontre a les effets d'une révélation. Révélation « rationnelle » certes – peut-être le polytechnicien est-il plus disposé à éprouver les contresens du BPA comme un scandale contre la raison financière. Toujours est-il que Félix Bogliolo fait immédiatement à Joël Stern l'offre personnelle d'assurer la représentation française de son cabinet. Stern et Stewart refusent d'abord : le business de l'EVA est encore trop fragile, même aux États-Unis ; quant à la France, elle est d'un capitalisme trop incertain. Félix Bogliolo ne s'en tient nullement à ce premier refus : tous les deux ans, il va réitérer son offre ! Le cycle des refus et des relances va durer huit ans... Mais il aura produit tous ses effets, et Joël Stern saura s'en souvenir, lorsque, le succès venu, il lui faudra désigner son représentant pour la France. L'opportunisme de Bossard qui vole au secours de la victoire sera... apprécié comme tel. C'est plutôt la ténacité contracyclique de Bogliolo, celle-là même à laquelle on reconnaît les vrais fidèles et la vraie *fides*, qui sera récompensée. Si Félix Bogliolo emporte ainsi le morceau, c'est parce qu'il a compris comment il fallait parler à Joël Stern, ou plus exactement parce que, spontanément, il parle le langage que l'autre a envie d'entendre. Alors que Bossard parle business-plan et développement, Bogliolo accorde d'abord à Stern la dimension philosophique de l'EVA. En elle, et comme lui, il reconnaît une cause. Exemple presque canonique d'affinité des habitus et de ses pouvoirs d'enchâtement.

Les choses maintenant s'accélèrent. S'opère la rencontre – et l'effet de masse critique qui va avec – d'une série de personnes, francs-tireurs qui travaillaient simultanément mais indépendamment sur des thèmes connexes. Ainsi Félix Bogliolo pour l'EVA, Sophie l'Hélias pour la *Corporate Governance*, Pierre-Henri Leroy, fondateur de Proxinvest, cabinet de conseil en stratégie de vote en assemblée générale, se retrouvent et se recroisent d'un colloque à l'autre. C'est aussi l'époque du rapport Cadbury en Grande-Bretagne, puis du rapport Viénot en France. Le grand mouvement de la valeur actionnariale est lancé. Félix Bogliolo a pour mission de reproduire l'opération *Fortune* en France. Il prend contact avec *L'Expansion*, début 1995. Personne ne sait ce qu'est l'EVA. Mais Hedwige Chevillon, qui doit à ses études à la *London Business School* une sensibilité aux choses de la finance, se montre intéressée<sup>18</sup>... et la référence *Fortune* fait le reste. Le premier palmarès EVA des entreprises françaises est publié en mai 1995.

---

18. Interview de Hedwige Chevillon, 19 octobre 1999.

Lorsque la croisade débouche enfin, il n'est pas interdit de lui adjoindre le bon sens des affaires. Certes, les choses sont loin d'être jouées en 1995 avec le premier classement EVA de *L'Expansion* – on verra le petit tollé que celui-ci provoquera au sein du capitalisme français et quelles résistances il faudra vaincre par la suite. Mais on peut voir dès ce moment à quel point le prosélytisme est stratégiquement piloté, la prédication orientée méthodiquement vers des fins économiques – au bénéfice des prédictateurs bien sûr. Bref – propriété peut-être typiquement américaine – la cause est soluble dans le business. Ainsi, l'histoire de l'EVA est certainement l'histoire d'une croisade, mais elle est aussi indiscutablement l'histoire d'une innovation schumpéterienne.

S'il fallait ne donner qu'un seul signe de cette ambivalence de l'EVA, et en l'espèce de sa part marchande, on pourrait le trouver dans son sigle même – EVA® – qui rend l'idée inséparable de son brevet, et l'arme de tout son potentiel économique. Il y a donc une histoire industrielle de l'EVA, et elle est impeccablement schumpéterienne : l'EVA est une « innovation », une innovation idéelle certes, mais une innovation quand même et comme telle apte à constituer par différenciation une rente de monopole, c'est-à-dire à induire un flux d'affaires spécifique à destination exclusive du monopoleur. L'EVA est une niche dans le champ concurrentiel des cabinets de conseil, et procure à ceux qui l'occupent un flux de *consulting business* rendu captif par les effets de protection de la propriété intellectuelle attachés au brevet. L'EVA procède d'une vision du monde, mais elle est *aussi* une idée conçue pour vendre du conseil en management par l'EVA.

Bien sûr on aurait tort de se méprendre sur le caractère révolutionnaire de l'EVA. Faire du neuf avec du vieux : l'adage vaut aussi (surtout ?) en matière d'innovation intellectuelle. Les percées conceptuelles de l'EVA sont des plus modestes. Ses promoteurs ne s'en cachent nullement d'ailleurs et reconnaissent avec une parfaite honnêteté le peu d'originalité de la notion. Au total l'EVA fait fortement penser, à une transformation algébrique près, au Q marginal de Tobin, rapport du taux de rentabilité interne sur le coût du capital<sup>19</sup>. De Tobin à Modigliani-Miller, l'EVA est donc un concept qui est loin d'avoir l'éclat du neuf – pour Young [1998], on pourrait même le faire remonter aux travaux de Marshall [1890] sur le résultat économique ! Mais c'est une révolution pratique que revendiquent les promoteurs de l'EVA et non une avancée de la connaissance. L'EVA n'est pas tant une innovation conceptuelle qu'une innovation référentielle, et c'est bien ainsi, c'est-à-dire comme médiateur entre deux mondes – « la science » et « les affaires » – que Stern a depuis l'origine réfléchi sa vocation. Aussi la part d'innovation de l'EVA n'est-elle pas là où l'on croit : elle n'est pas dans les caractéristiques analytiques de la notion, mais dans l'opération de transfiguration sociale que lui font subir ses promoteurs et par laquelle d'un concept théorique, voué à rester lettre morte dans l'obscurité des

---

19. Avec toutefois cette différence que le TRI est un concept intertemporel, quand l'EVA veut être un concept instantané [voir Tobin, 1969].

académies, ils font tout à la fois un instrument de management, le socle notionnel d'un point de vue alternatif sur l'activité des firmes, et au total l'idée-force d'un nouveau régime de la gouvernance d'entreprise. Cette conjonction paradoxale d'une valeur ajoutée intellectuelle somme toute modeste et d'une valeur ajoutée sociale considérable n'apparaît nulle part davantage que dans les réactions désabusées de ces demi-académiciens que sont les professeurs d'écoles de commerce, qui ne peuvent réprimer un mouvement de dépit au constat de ce que l'EVA, dont on vient leur présenter les premiers succès, correspond finalement à « *ce qu'ils enseignent depuis trente ans* »<sup>20</sup>...

En tout cas, l'entreprise promotionnelle de Stern, Stewart & Co est parfaitement adéquate à la nature propre de l'objet à promouvoir : à « innovation intellectuelle », stratégie d'enrichissement symbolique. Le principe est d'autant plus pertinent que la réticence première des dirigeants d'entreprise est prévisible (voir *infra*). Aussi faut-il moins compter sur la possibilité de les convaincre en direct que sur l'efficacité d'une stratégie du détournement, laquelle empruntera d'ailleurs deux voies assez différentes : d'une part les effets d'autorité des prescripteurs symboliques, d'autre part l'induction de la contrainte externe, car si les chefs d'entreprise sont d'abord rétifs aux discours de l'EVA, on peut penser que les investisseurs seront à l'écoute pour deux...

Conformément aux règles de l'économie des biens symboliques [Bourdieu, 1994], la légitimité est d'autant mieux assurée qu'elle procède d'un plus long détournement, c'est-à-dire que la distance est plus grande entre le légitimateur et le légitimé. De ce point de vue, le passage par les investisseurs en représente le tout premier degré, et même moins encore, puisque finalement, à travers eux c'est moins le levier de l'autorité symbolique qu'on désire actionner que celui d'une autorité coercitive et matérielle. Certes le « détournement » est entamé puisqu'il s'agit de faire tenir le discours de la valeur par d'autres que Stern et Stewart en personne, mais sur le mode de la prescription impérative comme il sied à la brutalité nue du pouvoir actionnarial. Le capitalisme n'a aucune aversion pour les rapports de force, c'est pourquoi il aurait été aberrant de négliger pareil levier. De fait, tant les fonds de pension (comme CalPers) que les banques d'affaire (Crédit Suisse-First Boston) ont fait l'objet d'un intense travail d'apprentissage à l'EVA dans l'espoir évidemment qu'ils en relaient les principes auprès des grandes entreprises.

La partie la plus caractéristique de la stratégie d'enrichissement symbolique de l'EVA est certainement ailleurs. Elle est dans la diversité des moyens déployés pour donner à l'EVA les meilleurs titres de créance intellectuels, et convertir plutôt que contraindre. À leur façon, ses promoteurs (re) découvrent le registre de l'« action intellectuelle ». Rien n'est négligé, aucune interview refusée, et tous se font un devoir de recevoir quiconque semble s'intéresser à l'EVA, et pourrait être susceptible d'en parler, d'une manière ou d'une autre. Un effort particulier est accompli en direction des *Think Tanks*. Félix Bogliolo en France,

---

20. Interview de Félix Bogliolo, 7 octobre 1999.

comme Joël Stern dans le milieu anglo-saxon, devient un habitué du circuit des colloques et autres séminaires-conférences organisés par la presse économique ou par des cabinets spécialisés. Ces arènes de la pensée managériale sont des lieux de suspension de l'urgence où la communauté des affaires se rassemble pour élaborer un semblant de réflexion collective et élire les normes qui vont orienter ses pratiques. Et si l'on met à part l'action des cabinets de conseil qui ont le pouvoir de faire entrer directement les nouvelles pratiques au cœur des entreprises, ces forums sont certainement des lieux décisifs, sinon de la formation proprement dite, du moins de la diffusion des corps de doctrine qui, à intervalles réguliers, parcourent la communauté des affaires et remodèlent ses comportements. Les tribunes dans la presse économique et financière sont un autre des instruments de cette agit-prop généralisée, avec cet avantage, offert par les caractéristiques structurales mêmes du « point de vue », de permettre à son auteur de parler en tant qu'« expert » et de donner toute autorité à son propos. Félix Bogliolo a ainsi tenu régulièrement chronique dans *L'Agefi* entre 1995 et 1997, où il aura expliqué par le détail tant le fonctionnement technique de la notion d'EVA que ses implications stratégiques et managériales. L'« action intellectuelle » enfin vise l'acquisition du capital symbolique, sous ses espèces les plus élevées. On y inclurait la publication d'ouvrages épais<sup>21</sup>, si ce n'était là une pratique trop courante dans le champ des cabinets de conseil – donc dévaluée car évidemment promotionnelle. L'enrôlement de prescripteurs autorisés est plus conforme à une stratégie de prestige. Ainsi la caution d'Abby Cohen, stratégiste en chef de Goldman Sachs, est déjà d'une valeur supérieure à celle des chefs d'entreprise les plus réputés<sup>22</sup>. Mais elle ne vaut pas celle de Peter Drucker<sup>23</sup>, présenté en toute candeur sous la raison sociale « guru », ni celle de Merton Miller, prix Nobel d'économie et lecteur du livre *EVA : The Real Key to Creating Wealth*<sup>24</sup>. Enfin dans l'effort pour rejoindre les standards intellectuels les plus nobles, la création d'une revue quasi-académique, le *Journal of Applied Corporate Finance*, représente probablement une sorte de summum, acte revêtu de tous les attributs de la gratuité intellectuelle, mimant parfaitement, et jusque dans son titre, les rites de la communauté scientifique, et visant dans le long terme à la mobilisation des formes supérieures de la légitimité.

Enfin, on ne sauraitachever cette description des stratégies symboliques de la valeur sans évoquer la création d'une communauté de l'EVA. Le plus simple était évidemment de constituer une communauté pour ainsi dire faite-maison, regroupant les entreprises clientes de Stern Stewart & Co, et plus généralement celles devenues adeptes de l'EVA. *L'EVA Institute*, puisque tel est son nom,

---

21. Stewart [1991], Ehrbar [1998].

22. L'une et les autres étant présentées dans la plaquette du cabinet Stern, Stewart & Co France.

23. « Measure : EVA is based on something we have known for a long time. What we generally call profit, the money left to service equity, is usually not profit at all. Until a business returns a profit that is greater than the cost of capital, it operates at a loss ». Citation de Peter Drucker, telle qu'on peut la voir affichée sur les murs de Stern Stewart & Co Paris.

24. Ehrbar [1998].

crée en 1995, se veut un « *forum international* »<sup>25</sup>, muni d'une publication interne et délivrant diplôme d'authentique *EVA Company*. Mais on en resterait au folklore managérial, qui plus est visiblement mis en scène par le cabinet lui-même, si la communauté EVA s'arrêtait aux limites de *l'EVA Institute*. Heureusement il n'en est rien, et de ce point de vue le coup de maître est bien dans la publication par les grands magazines économiques des palmarès EVA. Bien sûr, toutes les entreprises qui y figurent sont loin d'avoir adhéré à l'EVA, mais peu importe : l'essentiel est dans la création d'un espace public de l'EVA, c'est-à-dire dans la mise en visibilité publique de toutes les entreprises sous le rapport de leur performance en matière de création de valeur. Il y a ainsi un véritable pouvoir d'enrôlement, mais au sens le plus coercitif du terme, du classement public, et même les entreprises qui n'ont pas choisi de déférer aux commandements de la valeur sont sommées de présenter leurs résultats sous cette perspective – en fait on les présente à leur place. Pourtant le pouvoir de coercition du classement peut se transformer en pouvoir d'attraction, dans un champ des entreprises où, indépendamment des formes réelles de la concurrence, la « compétition » est l'idéologème premier. Aussi la sommation à comparaître est-elle vite métamorphosée en « saine émulation », et la logique même du classement est assez puissante pour convaincre les entreprises de jouer son jeu en oubliant le critère même du classement, l'essentiel étant d'être classé. C'est que, sous l'empire du schème concurrentiel, il est impossible de se dérober à une épreuve de classement, interdiction si puissamment incorporée qu'elle conduit à se soumettre à toutes les compétitions, puisque la vie des entreprises – et même la vie tout court – est compétition par essence. La médiation de l'espace public économique est la trouvaille géniale, le levier irrésistible qui propulse de fait les entreprises sur le stadium d'une compétition « loyale » et « objective » – et obligée. La mise en visibilité, la transparence de l'évaluation comparée sont d'irréécusables tyrannies – il faudrait d'ailleurs analyser pour elle-même cette maladie du *ranking*, qui prolifère et fait classement de toute multiplicité, notamment dans la finance, probablement parce que la problématique générique de l'évaluation y est la plus prégnante, mais où, en tout cas, l'obsession clasante a atteint un stade presque capillaire<sup>26</sup>. Le pouvoir de consécration par la distinction des « meilleurs », la force de la logique comparative, suffisamment prégnante pour convaincre tous les protagonistes qu'il faut « en être », et aux places d'honneur, la régularité du rendez-vous annuel, créateur d'attentes, et de surprises toujours possibles – rappelons que les premiers numéros avaient vu les « majors » dans les profondeurs du classement et des entreprises moyennes tout à fait inattendues à sa tête – tout concourt à intensifier le pouvoir d'attraction du palmarès (*Fortune*, *L'Expansion*) et à en faire l'un des plus puissants agents de la diffusion de l'EVA. 1998 est certainement une date importante puisqu'elle

---

25. Plaquette Stern Stewart & Co France.

26. On classe les analystes, les traders, les brokers, les sélectionneurs de brokers, et cette dernière itération suffit à laisser entrevoir le développement potentiellement infini du *ranking*...

voit la consécration du dispositif consécrateur lui-même, lequel reçoit enfin le plein assentiment des patrons français les plus importants. Cette année là, ce sont J. M. Messier, P. Jaffré, M. Bon, S. Weinberg, T. Desmarest, L. Owen-Jones, et D. Bernard<sup>27</sup> qui posent à la une de L'Expansion : les grandes entreprises ont lavé l'humiliation des premiers classements.

Ainsi, la généalogie de l'EVA est l'histoire de la captation d'un monopole : le monopole sémantique de la « valeur ». Arnaud Castillo, directeur-général du bureau parisien de Stern Stewart & Co ne fait pas mystère de cet axe stratégique : l'une de ses tâches est de travailler à cette assimilation dans l'esprit public ; l'EVA doit être l'exclusif représentant de la « valeur ». Rien n'est véritablement acquis, car en face des rendements croissants de notoriété, il y a les pressions de la concurrence : comme dans toute bonne histoire schumpétiennne, derrière les leaders s'engouffrent des suiveurs. L'arrivée de nouveaux entrants, désireux d'entamer la rente monopolistique de Stern Stewart & Co, est à sa manière un signe de la productivité du filon et, partant, de la réussite des pionniers. De fait le conseil en « management de la valeur » est maintenant au programme de tous les grands cabinets, et si les troupes de Stern et Stewart conservent une certaine estime pour le Boston Consulting Group, qui forge son propre concept de valeur (le TSR) à peu près à la même époque, les entrants tardifs sont peu appréciés, et moins pour des raisons de stricte compétition économique que pour des comportements de *free-riding*, c'est-à-dire en souvenir des temps difficiles où, en quelque sorte, Stern Stewart & Co acquittait seul les coûts du « bien public » lié à la promotion générique de la « valeur ». Le fait est que le mimétisme des stratégies est frappant – parfois jusqu'à la contrefaçon. Arthur Andersen vend de la SVA (Shareholder Value Added), Price Waterhouse Coopers brevète ses outils (ValueBuilder 1™), confirmant qu'aux États-Unis les idées sont du business à l'état latent<sup>28</sup>, McKinsey tente des percées éditoriales et produit des manuels de la valeur<sup>29</sup>... Si la concurrence est vive sur le marché du conseil en management de la valeur, et que les positions de Stern, Stewart & Co y sont en permanence menacées, la domination symbolique de l'EVA est pourtant de mieux en mieux installée. Les notions alternatives de la valeur actionnariale (SVA, CFROI, etc.) proposées par les autres cabinets n'ont pas dépassé le statut de signe minimal de valeur ajoutée intellectuelle justificatrice d'une prestation de conseil, et aucune n'a su faire comme l'EVA le détour par une opinion publique économique élargie pour y gagner une reconnaissance équivalente. La force distinctive de l'EVA est donc d'avoir su faire référentiel. Cette réussite reste pourtant relative – à moins qu'elle ne soit, pour l'heure, pas encore complètement acquise. Aussi doit-on, si l'on veut esquisser un bilan provisoire des accomplissements de l'EVA, en revenir à son cahier des charges

27. À l'époque respectivement présidents de Vivendi, Elf, France Télécom, Pinault-Printemps-Redoute, Total, L'Oréal, et Carrefour.

28. Incidente qui doit beaucoup à des conversations avec Robert Boyer.

29. Copeland, Koller, Murrin [1995], *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. Voir également, pour le compte de Price Waterhouse Coopers : Black, Wright, Bachman [1999].

implicite, c'est-à-dire aux tâches cognitives et pratiques que la notion était supposée remplir, occasion d'interroger enfin le degré de conversion du discours en pratiques effectives.

## **LES USAGES DE LA VALEUR**

C'est probablement l'une des forces de la notion de « valeur actionnariale » en général, et de l'EVA en particulier, que de s'être établie au carrefour stratégique de trois préoccupations auxquelles elle s'est trouvée en situation de répondre simultanément : d'abord donner sa « juste part » à l'actionnaire, ensuite se poser comme un meilleur prédicteur du cours boursier, enfin s'imposer comme un instrument de gestion, réussissant mieux que ne pouvait le faire la méthode des cash flows actualisés la connexion entre évaluation externe et contrôle interne. Ainsi apparaît dans toute son ouverture la palette des usages de l'EVA : normatifs, positifs et opérationnels – ces derniers permettant du même coup, par différence avec les ambitions revendiquées dans le discours, de mieux circonscrire les usages rhétoriques de la valeur, dont on pressent qu'ils ne sont pas les moindres.

### **La valeur entre normatif et positif : distribuer et prédire**

C'est peut-être l'une des caractéristiques des entreprises idéologiques réussies que de parvenir à fondre en un seul et même discours le positif et le normatif, et de donner à voir ainsi le désiré sous l'espèce du nécessaire. La valeur actionnariale n'est pas loin de répondre à ce critère en se proposant de répondre simultanément aux deux questions pourtant hétérogènes du « vrai prix » et du « juste prix ». L'intention de la valeur actionnariale en effet est double : elle vise à établir une théorie normative du partage de la valeur ajoutée, faisant sa « juste part » à l'actionnaire, en même temps qu'elle souhaite remédier à la médiocre performance des prédicteurs usuels du cours de bourse, au premier rang desquels le BPA.

La portée normative de l'EVA est peut-être celle de ses caractéristiques la plus immédiatement visible – et la plus sujette à controverse. Si d'ailleurs l'EVA opère une quelque révolution, ce n'est vraiment pas en matière conceptuelle, mais bien plutôt dans l'ordre des principes du partage de la valeur ajoutée. Plus exactement, et plus fondamentalement, c'est la relation entre d'une part les positions structurales des salariés et des propriétaires du capital, et d'autre part les caractéristiques des revenus perçus par ces deux catégories d'agents qui se trouve bouleversée. En effet, on fait reposer sur l'aversion différentielle au risque des entrepreneurs et des salariés, la légitimité de la captation de la plus-value par les premiers. Le désir des salariés de ne pas endosser le risque entrepreneurial a pour contreparties d'une part la sécurité, contractuellement établie, d'un revenu fixe, et d'autre part la privation d'une partie du pro-

duit de leur travail. Inversement, la moindre aversion de l'entrepreneur au risque est associée à un revenu spécifique – le profit – mais *par construction résiduel*, c'est-à-dire enregistrant le cas échéant les fluctuations du climat des affaires. C'est cette exposition au risque que l'EVA refuse à son tour pour le compte des propriétaires, tout en entendant leur conserver les prérogatives d'une rémunération. En effet, l'EVA ne fait pas autre chose qu'établir pour l'actionnaire un *revenu minimum garanti* – le coût du capital fois les capitaux engagés – à rebours même des « droits » qu'ouvrent les positions respectives des commanditaires et des commandités, et en se défaussant évidemment du risque sur les salariés, puisqu'en cas d'infortune économique, le revenu actionnarial minimum garanti doit être dégagé de toute manière, mais au prix éventuellement d'une éviction de la part salariale dans le partage de la valeur ajoutée. La « vraie » notion de profit économique, nous dit l'EVA, nécessite de prendre en compte la rémunération des apporteurs de capital calculée, certes pas forfaitairement, mais au prorata des apports et aux conditions du risque relatif, *c'est-à-dire indépendamment de la performance de l'entreprise au terme de son exercice*. Peut-on voir là meilleure preuve du pouvoir conquis par le capital-action : jouissant de tout son pouvoir de *propriétaire*, l'actionnaire entend désormais, au travers de l'EVA, bénéficier également de toutes les garanties des *créanciers*. N'est ce pas ce que signifie, dans l'imputation des charges entrant dans le calcul du profit généralisé, sa présence aux côtés des salariés, des fournisseurs, du fisc, des prêteurs, toutes catégories de contractants de l'entreprise qui se définissent par leur droit à voir leur prestation prise en compte pour un montant *certain* et défini *ex ante* ? C'est ce droit – droit de créancier – que revendentiques désormais les actionnaires, sinon jusqu'au versement effectif d'un paiement correspondant, au moins dans la présentation de l'information économique de l'entreprise, et avec toutes les conséquences qui en résultent en matière d'orientation de la gestion.

Il faut bien s'entendre sur les processus qui soutiennent ce revenu actionnarial minimum garanti, lequel n'est en rien le résultat d'un équilibre de marché<sup>30</sup>, mais doit tout à la construction d'un nouveau rapport de pouvoir établissant la priorité sans partage des propriétaires dans la répartition du revenu. On ne saurait mieux dire le pouvoir de l'argent<sup>31</sup> qui maintenant exige un dû, alors même qu'il n'assume plus rien, ni la contribution à l'acte productif ni le risque de l'engagement du capital<sup>32</sup>. Aussi l'EVA se faisant appeler valeur actionnariale, apparaît-elle comme une revendication doublement abusive. Non seulement elle entend garantir une rémunération fixe au capitaliste quand la légitimité du revenu de celui-ci ne repose que sur son engagement à supporter le risque économique. Mais au surplus, elle continue de baptiser valeur actionnariale, c'est-à-dire valeur à *destination de l'actionnaire*, le surplus – l'EVA proprement dite – obtenu *une fois payé le revenu actionnarial minimum garanti* ! Ainsi le proprié-

---

30. Comme pouvait l'être la répartition du revenu obtenue dans un modèle d'équilibre macroéconomique néoclassique, avec fonction de production Cobb-Douglas par exemple.

31. Aglietta et Orléan [1982], Orléan [1999].

32. On parle ici du risque lié au revenu du capital et non du risque de faillite.

taire émarge deux fois à la valeur ajoutée, dont une à coup sûr... Si l'EVA (positive) est ce qui reste une fois que tous les apporteurs de fonds (dettes *et capitaux propres*) ont été rémunérés, alors elle devrait être une survaleur offerte à la répartition et non un super-bonus supplémentaire à destination exclusive des actionnaires.

Baudru et Morin [1999] perçoivent bien tous ces points mais n'en tirent pas toutes les conclusions qu'ils pourraient, ou plutôt, pensant faire une critique de la théorie financière standard, demeurent d'une certaine manière dans son orbite. L'EVA, notent-ils, contrevient au principe d'égalité des valeurs actuelles sur la base duquel on détermine ordinairement le taux de rentabilité des investissements. « *La méthode EVA, en concluent-ils, ne respectent pas les principes d'un modèle à l'équilibre* »<sup>33</sup>. Mais objecter à la méthode EVA qu'elle ne respecte pas les principes d'équilibre, c'est continuer d'admettre ceux-ci comme la référence d'une théorie financière bien formée. Ce que suggèrent plutôt les coups de force de l'EVA, c'est de revenir sur cet objet trop familier de la théorie financière qu'est la courbe rendement-risque et d'interroger sa véritable nature. Or tout porte à croire qu'avec la courbe rendement-risque la théorie néoclassique commet dans le domaine de la finance une erreur exactement similaire à celle qu'elle a déjà commise en macroéconomie avec la fonction de production. Pour la théorie financière standard, en effet, la courbe rendement-risque n'est pas autre chose qu'une donnée quasi-technologique, adjointe d'une hypothèse d'efficience garantissant que les agents rationnels sont toujours à la frontière du domaine rendement-risque. Or c'est bien là le même contresens anti-institutionnaliste que commettait déjà la fonction de production qui ne voyait qu'une pure donnée technologique là où se tient en fait un complexe de constructions institutionnelles et de rapports sociaux – un système socio-technique. De la même manière, derrière la courbe rendement-risque, il y a à la fois les données propres à la distribution sectorielle des risques, mais également – et surtout – l'ensemble des rapports de pouvoir qui déterminent le partage de la valeur ajoutée, c'est-à-dire les conditions socio-politiques d'extraction de la rentabilité. Aussi, selon les variations de ces conditions socio-politiques, la courbe rendement-risque peut-elle se déformer ou se déplacer. L'émergence du pouvoir actionnarial, permise par les transformations de structure survenues dans la sphère de la finance, conduit ainsi à un relèvement général des rendements exigés à risque donné, et ce fait donne moins une raison de s'inquiéter de ce que « les principes de l'équilibre ne soient plus respectés » qu'il n'invite à s'interroger sur le déficit institutionnaliste des abstractions de la théorie financière standard.

Mais l'EVA ne fait pas que formuler les exigences du capital dans le partage de la valeur ajoutée. Elle entend simultanément fournir le bon instrument de prévision du cours boursier, c'est-à-dire la bonne articulation entre indicateur de performance interne et évaluation financière externe. C'est que la finance est en

---

33. [Baudru et Morin , 1999, p. 156].

proie à l'obsession de l'évaluation. Établir la « vraie valeur » des actifs économiques est en même temps sa raison d'être et son tourment. C'est normalement la fixation du prix à l'échange qui tranche ce genre de question, et le marché qui est déclaré instance collectivement reconnue de l'évaluation des choses. Mais dans l'ordre des « choses », tous les biens ne sont pas justiciables des mêmes procédures d'évaluation. Et si, à propos d'un bien ordinaire, l'on peut s'en remettre au prix de marché, comme résultat de la confrontation d'offres et de demandes exprimées pour une chose dont les caractéristiques intrinsèques sont correctement connues et surtout stables dans le temps, l'évaluation d'une entreprise par les cours valorise la qualité d'anticipations *révisables* sur des événements futurs *incertains*. Le marché des biens est un marché d'évaluation instantanée quand le marché des actifs est par construction *forward looking*. C'est pourquoi, en matière financière, le prix instantané, s'il est bien reconnu conventionnellement comme la valeur-dite-par-le-marché, ne lève pas pour autant tous les doutes sur la vérité de la valeur ainsi proclamée, et laisse en permanence suspendue l'hypothèse d'une possible révision. Aussi la qualité de l'évaluation fournie par le prix de marché est l'objet d'une lancinante interrogation, et alimente une recherche sans fin des meilleurs prédicteurs.

La polémique de l'EVA contre le BPA (« *Earnings per share don't count* ») ne vise donc pas seulement à dessiller l'actionnaire sur les « bons » indicateurs de performance instantanée de l'entreprise, mais participe également de cette course au meilleur prédicteur des cours futurs, au meilleur indice de la « vraie valeur ». Il est vrai qu'en cette matière, les performances du BPA sont douteuses, et sa corrélation avec les cours parfois paradoxales. Les investisseurs voient en effet dans le BPA non seulement une mesure du résultat économique intrinsèque de l'entreprise... mais également le reflet de sa politique comptable [Batsch, 1999]. C'est peu dire que les investisseurs ne font pas une application mécanique du BPA, dont une hausse peut parfois déboucher sur une baisse de cours lorsque, au-delà de l'amélioration apparente de résultat, les investisseurs soupçonnent des manipulations comptables cosmétiques. Ainsi la qualité prédictive du BPA est-elle assez largement le reflet de la crédibilité de la politique comptable de l'entreprise, et les PER, par leurs mouvements enregistrent, pour une part significative, les variations de la confiance des opérateurs en sa sincérité. De fait la corrélation Cours-BPA se révèle des plus faibles [Black et alii, 1999].

L'EVA se lance dans le concours du meilleur prédicteur en investissant toute sa force normative dans cette compétition du positif : le meilleur prédicteur est forcément l'indicateur correspondant au mieux à une lecture actionnariale – à la lecture la plus actionnariale possible – de la performance économique de l'entreprise. Cette forme de spinozisme involontaire de la finance, qui projette le bon dans le vrai, et construit le vrai par transfiguration du bon, n'est d'ailleurs pas propre à l'EVA seulement. N'est-il pas au principe même du marché des actions de valoriser les entreprises sur la base de leur aptitude à dégager le revenu maximal pour l'actionnaire ? La carence prédictive signale alors un indicateur de performance économique instantanée de l'entreprise échouant à cerner

l'exact service rendu à l'actionnaire au cours de l'exercice. C'est bien sûr ce terrain, et conformément à un marketing élémentaire de la différenciation, que l'EVA entend faire la démonstration de ses propriétés spécifiques. « *Forget EPS, ROE, and ROI. EVA is what drives stock prices* » proclame la publicité de Stern Stewart & Co dans la *Harvard Business Review*<sup>34</sup>. « *EVA is almost 50 % better than its closest accounting-based competitor in explaining changes in shareholder wealth* », ajoute Stewart [1994]<sup>35</sup>. Les travaux empiriques permettant d'apprécier la validité de cette revendication ne sont pas si nombreux, et moins encore ceux d'origine indépendante. Mettant en œuvre, comme on pouvait s'y attendre, l'adage selon lequel on n'est jamais si bien servi que par soi-même, les cabinets de conseil sont les principaux fournisseurs de ces études dont les résultats sont rarement faits pour les contrarier. Aussi accordera-t-on une attention particulière au travail proprement académique de Biddle, Bowen et Wallace [1997], qui entreprennent de mesurer la corrélation entre le rendement boursier et une série d'indicateurs concurrents, à savoir le CFO (Cash Flow Opérationnel), l'EBEI (*Earnings Before Extraordinary Items*), le RI (*Residual Income*) et l'EVA. Le CFO est l'équivalent d'une Marge Brute d'Autofinancement, l'EBEI d'un Excédent Brut d'Exploitation. Le RI, ou bénéfice résiduel, n'est pas autre chose que la différence du NOPAT et de la charge totale en capital ( $k^*$ Capital, avec  $k$  le coût du capital), c'est-à-dire l'EVA elle-même... à une série d'ajustements comptables près, dont l'existence donne d'ailleurs son seul fondement à la brevetabilité du concept d'EVA® ! S'il fallait une dernière preuve du peu de nouveauté de la notion, aussi bien que de l'habileté de la stratégie de promotion qui l'accompagne, on pourrait sans doute la voir dans la minceur des spécificités à breveter, innovations de second ordre pour s'écartier *a minima* d'un concept (le RI) parfaitement tombé dans le domaine public, et paraître faire innovation tout de même. Les performances comparées de ces divers indicateurs, comme corrélateur du rendement boursier, ne sont pas exactement à la hauteur des ambitions proclamées de Stern Stewart & Co. C'est l'EBEI qui arrive en tête, suivi du RI, puis seulement de l'EVA – ce qui n'est d'ailleurs pas la moindre des ironies puisqu'il apparaît que les spécificités de l'EVA dégradent *in fine* sa performance par rapport à la notion-princeps (le RI) à laquelle elle emprunte presque toute sa substance...

Ce n'est pourtant pas sur le terrain du rendement boursier, mais sur celui de la valeur de marché, que l'EVA revendique sa meilleure performance. Pour être bien sûre de son fait, l'EVA revendique la corrélation avec le concept de stock qui lui est le plus adéquat, à savoir la *Market Value Added* (MVA). La MVA est en effet définie comme la différence entre la valeur de marché (soit la capitalisation boursière) et la valeur historique des capitaux engagés. Si l'évaluation des marchés était rétrospective, la MVA ne serait pas autre chose que le cumul des EVA antérieures. Comme le marché financier est anticipateur et regarde les

---

34. *Harvard Business Review*, nov-déc. 1995, p. 20, cité par Biddle et alii [1997], p. 302.

35. *Id.*

actifs d'un point de vue prospectif, la MVA est en fait la somme des EVA futures actualisées. Incidemment, le fait que la MVA cumule les EVA, c'est-à-dire les surplus dégagés *après* rémunération des apporteurs de capitaux, confirme à sa façon que les EVA, incorporées dans la MVA, sont bien conçues comme appartenant *de fait* aux actionnaires, alors qu'en principe elles se présentent comme des surplus libres et offerts à la répartition. Stern Stewart & Co n'ont cessé de proclamer la corrélation supérieure de l'EVA et de la MVA, ce qui semblerait la moindre des choses tant les deux notions ont été expressément construites pour être congruentes l'une à l'autre, la deuxième n'étant jamais que le dual en stock de la première en flux. Il y a pourtant une hypothèse implicite derrière cette corrélation désirée, à savoir la croyance partagée des opérateurs financiers en la validité du modèle EVA, et la formation des cours conformément à ses recommandations. D'une manière générale, le test d'un modèle de valorisation de marché ne saisit aucune loi de la nature financière mais ne fait jamais que mesurer le degré d'assentiment dont il jouit au sein de l'opinion boursière. De ce point de vue les résultats de l'EVA-MVA sont moins sensationnels que ne le revendiquent ses auteurs – dont on comprend bien par ailleurs qu'ils soient fonctionnellement tenus d'activer tous les ressorts performatifs de la proclamation. L'indexation des résultats d'études empiriques sur le degré d'adhésion *ex ante* des auteurs au modèle testé confirme s'il en était besoin les usages ad hoc, voire prosélytes, où l'économétrie peut se laisser entraîner. Ainsi le Crédit Suisse First Boston, qui ne cache pas son engagement en faveur du modèle de l'EVA, observe-t-il sans équivoque une forte corrélation entre les cours et l'EVA [Carroz et Texier, 1998]. La même corrélation demeure invisible aux instruments de Merrill Lynch peu convaincue des méthodes de Stern Stewart & Co auxquelles elle continue de préférer les modèles de PER<sup>36</sup>. Spectacle presque caricatural d'un univers où la production des énoncés n'est pas régulée par un critère de vérité mais par la nécessité de vendre – l'effort intellectuel de l'analyste ne relevant pas de l'art pour l'art mais bien du souci de faire reconnaître sur un marché (celui de l'analyse financière) la supériorité de ses méthodes et de ses modèles, et d'en tirer un flux de commissions sur conseil et courtage. Et si l'on voulait donner une illustration plus typique encore des souffrances de l'économétrie saisie par les intérêts marchands, il suffirait de mentionner comme le font Biddle, Bowen et Wallace [1997], le traitement curieusement asymétrique que fait subir aux divers indicateurs dont il examine les performances comparées<sup>37</sup> O'Byrne [1996], vice-président de Stern Stewart & Co, publant dans le fameux *Journal of Applied Corporate Finance* (voir *supra*) un travail certainement très dévoué à l'avancement de la connaissance

---

36. Carroz et Texier [1998].

37. O'Byrne teste les deux relations suivantes :

$$MV_t/Capital_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(EVA_t/k)/Capital_{t-1} + e_t \quad \text{équation (1)}$$

$$MV_t/Capital_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(NOPAT_t)/Capital_{t-1} + e_t \quad \text{équation (2)}$$

Avec : MV<sub>t</sub> la valeur de marché déflatée par le capital de début de période ; k le coût du capital estimé par Stern Stewart.

mais pas complètement tout de même : dans l'équation (1), l'EVA a droit à des coefficients séparés pour les valeurs positives et négatives, à un capital pris en logarithme pour tenter d'atténuer la perturbation des valorisations de marché par les effets de taille, et à 57 *dummy* variables liées à des spécificités sectorielles ; dans l'équation (2), le NOPAT... n'a droit à rien. Désir bien compréhensible de rétablir l'égalité des chances puisque dans sa spécification brute le R<sup>2</sup> du NOPAT ressortait fâcheusement à 33 % et celui de l'EVA à 31 %. Après retraitement, heureusement, l'EVA donne 56 % et le NOPAT, auquel on a imposé une contrainte supplémentaire, tombe à 17 %... O'Byrne peut conclure sans hésiter : « *EVA, unlike NOPAT [...] is systematically linked to market value. It should provide a better predictor of market value than other measures of operating performance* ». Biddle, Bowen et Wallace après retraitement symétrique des équations, et introduction d'un troisième indicateur (l'EBEI) pour élargir le champ de la comparaison, aboutissent aux résultats suivants : le R<sup>2</sup> de l'EBEI, à 53 %, est significativement supérieur à celui de l'EVA (50 %) qui lui-même ne se distingue pas de manière significative de celui du NOPAT (49 %). Les estimations reproduites avec pour variable dépendante, non plus la simple valeur de marché, mais la MVA, conduisent à des conclusions qualitativement identiques.

## **L'EVA de la théorie à la pratique : une histoire de résistances et de conversions**

Comme elle a tendance à s'accorder plus de performance qu'elle ne peut, l'EVA peut aussi être suspectée de se donner plus d'influence qu'elle n'en a. À vrai dire, en cette matière, on lui prête beaucoup sans même que Stern et Stewart aient désormais à revendiquer quoi que ce soit, et c'est certainement le signe d'une opération symbolique réussie que le « on » du débat public économique ait ainsi pris le relais de la parole des fondateurs. Les proclamations abusives, dont on a déjà vu quelques échantillons, ainsi que les emballages du débat public suggèrent une certaine méfiance, ou plus exactement incitent à tenter d'éviter les écueils symétriques de deux thèses radicales opposées, la première affirmant que l'EVA est absolument généralisée et soumet toutes les entreprises à sa discipline, la seconde n'y voyant au contraire qu'une pure manifestation rhétorique utilisée par les dirigeants pour imposer leurs décisions au nom d'une nouvelle forme de la contrainte extérieure. La réalité est comme d'habitude quelque part dans l'entre-deux, et d'autant plus difficile à saisir que la situation présente a peut-être la fluence et l'indétermination relative des périodes de transition.

Il y a pourtant d'autant plus lieu de se poser la question du degré de pénétration de l'EVA dans les pratiques managériales que l'EVA ne se présente pas seulement sous les traits d'une contrainte externe (la création de valeur exigée par l'actionnaire) mais également comme un dispositif opérationnel, voire même un modèle de gestion global et intégré. En effet, l'EVA a le mérite d'opérationnaliser le critère générique de sélection des projets, à savoir celui de

la Valeur Actualisée Nette (VAN) [Ponssard et Zarlowski, 1997]. Défini avec précision et clarté dans la théorie, le critère de la VAN n'en finit pas de poser des problèmes d'application pratique : d'abord dans son mode de calcul, puisque le résultat de l'actualisation est très dépendant des prévisions de cash-flows futurs et de l'échéance retenue, et hautement sensible à de petites variations des hypothèses ; ensuite de mise en œuvre concrète comme instrument de gestion d'un centre de responsabilité par exemple (problèmes d'incitation et d'asymétrie d'information, biais court-termistes dus à l'intertemporalité du critère, etc.). L'EVA, ou plutôt son générique le RI (*Residual Income* ou Bénéfice Résiduel) a précisément pour avantage de lever ces difficultés. Le RI se présente en effet comme le résultat d'un centre de responsabilité une fois qu'on lui a imputé le coût de mise à disposition des ressources qu'il utilise. « *La notion de bénéfice résiduel permet donc de remplacer un calcul pluriannuel complexe et non observable de flux de trésorerie nets par une évaluation annuelle observable beaucoup plus simple et familière* » notent Ponssard et Zarlowski<sup>38</sup>, et ce d'autant plus que le calcul de la VAN apparaît en fait décomposable en une séquence de Bénéfices Résiduels annuels actualisés. Cette équivalence formelle permet donc de réaliser la décentralisation par centres de responsabilités – autrement très problématique, voire impossible – du critère de la VAN, simplement en assignant à chacun d'eux des objectifs de bénéfice résiduel. C'est là une propriété décisive pour la mise en œuvre de l'EVA comme instrument de gestion. Arnaud Castillo<sup>39</sup> insiste d'ailleurs sur la capacité de l'EVA à « *créer un langage commun à tous les niveaux de l'entreprise* »... moyennant, d'une part un très gros effort de formation pour que les cadres intermédiaires s'approprient les logiques de l'EVA, et d'autre part la reconfiguration radicale des formules de rémunération pour construire un système d'incitations directement articulé au nouveau critère de performance, toutes transformations organisationnelles justifiant bien sûr l'intervention d'un conseil en « management de la valeur ».

On le voit il y a dans l'EVA une ambition beaucoup plus grande que d'être simplement une nouvelle métrique, un instrument de *reporting* supplémentaire. Dans sa forme la plus large, l'EVA revendique d'être le concept structurant d'un nouveau modèle de gestion. Si cette ambition n'est, pour l'heure, pas complètement accomplie, la raison doit en être cherchée à la fois dans les caractéristiques intrinsèques de la notion, qui font surgir un certain nombre de problèmes, et dans l'explicitation des réticences et des résistances qui auront marqué l'histoire d'une réception difficile par les entreprises.

- *Un concept en soi problématique.* La notoriété du concept d'EVA est aussi repérable au nombre des travaux qu'il suscite dans la sphère académique, et à leur forte croissance depuis peu [voir entre autres Mottis et Ponssard, 1999,

---

38. Ponssard et Zarlowski [1997, p. 5].

39. Directeur général du bureau parisien de Stern Stewart & Co, interview du 20 octobre 1999.

Ponssard et Zarkowski, 1997 ; Batsch, 1999 ; Caby et Hirigoyen, 1997 ; Carroz et Texier, 1998 ; Tchemeni, 1998]. Il n'est pas question d'en faire une revue exhaustive, simplement voudrait-on en extraire quelques objections récurrentes qui pointent les difficultés principales de mise en œuvre rencontrées par l'EVA.

Pour formellement substituable qu'elle soit à la méthode des cash flows actualisés (DCF), l'EVA n'en règle pas tous les problèmes opérationnels, en particulier pas ceux qui sont liés à la temporalité des projets et à la possibilité de biais court-termistes. Certains investissements stratégiques mais dont le *pay-back* est lointain peuvent dans un premier temps dégrader la performance en termes de création de valeur, et se trouver écartés si ces critères leur sont appliqués trop aveuglément. Arnaud Castillo, directeur de Stern Stewart & Co Paris, répond à ces objections qu'il est toujours possible de relâcher le critère de création de valeur en le considérant non pas au travers de l'EVA instantanée mais sur un horizon pluriannuel, par actualisation des EVA futures. Mais c'est là faire resurgir une grande partie des difficultés de la méthode DCF contre laquelle l'EVA instantanée visait précisément à constituer une alternative. De fait, il n'est probablement aucun dirigeant qui ne laisse l'EVA régner souverainement dans son entreprise, et si l'on considère le cas de la firme française probablement la plus engagée dans cette voie, à savoir Lafarge, on y est encore confronté à un management EVA régulé par l'intuition. Son PDG, Bertrand Collomb<sup>40</sup>, identifie le dilemme court terme/long terme comme constitutif de la problématique managériale même, et revendique comme une prérogative du dirigeant d'entreprise les arbitrages qu'il lui faut rendre à ce sujet et en toute discrétion, c'est-à-dire indépendamment de l'application mécanique et exclusive d'un unique critère de gestion, aussi sophistiqué soit-il. Ainsi, il est des cas où des investissements à caractère manifestement stratégique, mais à horizon de retour aussi éloigné qu'incertain, commandent de suspendre le critère de l'EVA et de mettre en œuvre de toutes autres formes du jugement financier – les entreprises Internet faisant notamment figures d'archétype des situations appelant des critères de sélection d'investissement spécifiques, tout à fait hétérogènes aux cadres de la création de valeur<sup>41</sup>.

Mais l'EVA pose, en amont, des problèmes quant à son évaluation même. On l'a vu, l'EVA ne se différencie du bénéfice résiduel (RI, *Residual Income*) qu'au travers d'une série de retraitements comptables qui font sa réelle spécificité. Tous ces ajustements ne font pas l'unanimité aussi bien chez les dirigeants d'entreprise que chez les consultants ou professeurs de gestion. Le traitement du *goodwill*, par exemple, impose, selon la méthode Stern Stewart, de capitaliser ces surcoûts d'acquisition sans pouvoir les amortir. Une telle option privilégie donc les entreprises à croissance interne par rapport aux entreprises à croissance externe qui ont multiplié les acquisitions et gonflé leurs capitaux par cumul des

---

40. Interview de Bertrand Collomb dans *Enjeux-Les Echos*, n° 151, octobre 1999.

41. On se contera de noter, par euphémisme, que le cas d'espèce des entreprises Internet a donné lieu, sous prétexte de récusation des modalités « traditionnelles » de valorisation, à des pratiques d'évaluation d'une hétérodoxie débridée...

*goodwills*, relevant d'autant la performance à accomplir pour dégager une même EVA [Beffa, 1996]. Les dépenses de recherche et développement (R & D) constituent l'autre grand domaine d'ajustement comptable préalable au calcul d'EVA. Alors que le traitement comptable usuel se contente de les imputer au compte de résultats, la méthode Stern Stewart demande qu'on leur reconnaîsse pleinement leur caractère d'investissement et qu'en conséquence on les restitue aux fonds propres – avec cette différence par rapport au *goodwill* que leur amortissement progressif est admis [Young, 1998]. Un autre point de contestation porte sur le traitement des provisions pour retraites qui sont assimilées à des fonds propres, par la méthode Stern Stewart. La contrepartie capitalisée des provisions pour retraites doit donc être rémunérée à un taux incorporant la prime de risque, alors qu'on pourrait plutôt les considérer comme des dettes (vis-à-vis des salariés) et ne leur octroyer que le taux de l'endettement de l'entreprise [Beffa, 1996].

On pourrait allonger à volonté cette liste des retraitements comptables (impôts différés, contrats de *leasing*, etc.), et l'examen des controverses auxquelles ils donnent lieu. C'est plutôt cet allongement même qui fait problème. La méthode Stern Stewart recommande au total 164 retraitements comptables ! Aussi sa mise en œuvre rencontre-t-elle nécessairement un dilemme acuité/commodité. La précision de l'image économique rendue par l'EVA demande que la plupart de ces ajustements soient effectués. Mais la décentralisation de l'EVA comme instrument de gestion, et sa descente dans les niveaux hiérarchiques de l'entreprise exige contradictoirement de s'en tenir à nombre minimum d'ajustements significatifs et compréhensibles pour pouvoir être appropriés par les cadres opérationnels. Si, comme le proclame le cabinet Stern Stewart & Co, l'EVA est le moyen de « créer un langage commun à tous les niveaux de l'entreprise », alors il importe que l'idiome de la valeur soit suffisamment simple pour être parlé par tous – mais au prix d'une dégradation de sa précision informationnelle. La résolution de ce dilemme est propre à chaque entreprise. Whirlpool, par exemple, a débattu des mérites de 140 ajustements comptables pour ne retenir que ceux qui produisaient des variations significatives dans quatre grands domaines : les *goodwills*, les baux capitalisés, les charges de restructuration, les intérêts participatifs minoritaires [Salustro, 1998]. D'autres (Deer and Company<sup>42</sup>) ont dû sérieusement simplifier leur plan de marche initial devant la désorientation de leurs directeurs opérationnels confrontés à des ajustements incompréhensibles. D'autres enfin, ont carrément renoncé face à l'immensité de la tâche : ainsi de Scott Paper Company<sup>43</sup> dont le directeur général percevait l'intérêt théorique de l'EVA n'en a pas moins ajourné la mise en œuvre pour complexité excessive.

L'hétérogénéité des choix effectués par les entreprises pour arbitrer ce dilemme détruit la possibilité même d'une comparaison. De fait l'obstacle prin-

---

42. Cas cité par Salustro (1998).

43. *Id.*

pal que rencontre l'EVA pour s'imposer comme métrique réside dans son dramatique défaut de normalisation [Salustro, 1998]. Il n'existe aucun standard majoritairement reconnu qui pourrait réguler la pratique des retraitements comptables, laissée par défaut à l'appréciation de chaque entreprise. Dans le même ordre d'idée, une incertitude équivalente plane sur l'évaluation des  $\beta$  qui entrent dans le calcul de la prime de risque et par suite du coût du capital. Là encore, la diversité des méthodes praticables, aggrave un problème général d'incommensurabilité qui rend simplement vide de sens l'idée même de classement ou de palmarès. Ainsi apparaît le paradoxe qui veut que l'une des armes symboliques les plus efficaces de l'EVA – les fameux palmarès de *Fortune* ou de *L'Expansion* – révèle à l'analyse un défaut à peu près complet d'objectivité. Bien sûr les producteurs du classement produisent eux-mêmes l'homogénéité qui ferait défaut aux déclarations brutes des entreprises – dont toutes d'ailleurs ne calculent pas leur EVA. Ils le font en imposant une grille de retraitements uniforme, mais en s'exposant alors à l'inconvénient symétrique de soumettre à un standard unique et rigide des situations d'entreprise qui appelleraient des traitements différenciés. Et s'ils se livrent à ces ajustements ad hoc c'est dans une discréption qui rend *in fine* le classement peu transparent et hautement sensible à des options alternatives. Au total on classe mais dans la plus grande opacité et sous l'empire de la subjectivité du classeur, et l'on sacrifie à l'impératif concurrentiel de la comparaison sans trop s'inquiéter de ce que les conditions de la comparabilité même pourraient ne pas être complètement réunies – c'est que les enjeux promotionnels et symboliques du classement l'emportent de beaucoup sur ces quelques réserves intellectuelles.

- *L'histoire d'une réception houleuse.* Les difficultés de mise en œuvre de l'EVA ne tiennent pourtant pas qu'à ses caractéristiques intrinsèques. La réception houleuse dont elle a été l'objet à ses commencements est surtout le reflet de sa charge de perturbation des pratiques antérieures du capitalisme français. Il faut en effet se souvenir du petit tollé qui a accompagné la sortie du premier palmarès *L'Expansion* en 1995. Les plus grandes entreprises s'y retrouvent dans les profondeurs du classement. Sur 100 entreprises, Elf-Aquitaine est... centième, champion de la MVA négative, avec pourtant un résultat net comptable de 5 milliards de francs. La force du paradoxe introduit immédiatement au point de vue contre-intuitif de l'EVA : contre tous les effets de masse, la « vraie profitabilité » est celle qui rémunère convenablement le capital, pas celle qui se contente d'une *bottom line* en apparence imposante. Pour Félix Bogliolo<sup>44</sup>, le palmarès était voué de toute façon à être mal reçu. Les gagnants sont peu sensibles à la distinction, persuadés qu'ils ont toujours été de leur très haute valeur. Quant aux perdants, il leur faut supporter l'affront de l'humiliation publique. Félix Bogliolo qui cherchait vainement, et depuis de longs mois, à prendre contact avec Elf pour vanter les charmes de l'EVA, se retrouve convoqué du

---

44. Interview du 7 octobre 1999.

jour au lendemain à La Défense. Il y découvre que l'EVA est bien connue, et depuis longtemps, même si c'est sous un autre nom, des services financiers qui réunissent suffisamment de personnes et de compétences pour avoir déjà mouliné tous les ratios possibles et imaginables. Ainsi la médiocre performance EVA de la maison n'est pas véritablement une nouvelle en interne. Ce qui l'est davantage, évidemment, c'est de la retrouver publiée dans les colonnes de l'un des principaux magazines économiques. Ce dernier n'est d'ailleurs pas très au clair sur sa propre trouvaille. Le palmarès n'a été imposé que de justesse sous la pression de Jacques Barraux, rédacteur en chef de l'époque, et Hedwige Chevillon, et alors même qu'il n'existe pas encore dans le journal de service consacré en propre aux sujets financiers<sup>45</sup> – on est en 1995 ! La réaction des grands patrons français, elle, est très hostile, parfois même scandalisée. Cette désapprobation ne va pas s'effacer rapidement. En fait elle attendra que les grandes firmes reprennent le dessus (1998), aiguillonnées par la logique du classement, et surtout découvrant la réalité de la contrainte de création de valeur que leur imposent leurs investisseurs. Mais il faut se souvenir qu'en 1997 encore, Michel Pébereau, président de la BNP, dont on sait comment il a mené son OPE sur la Société Générale et Paribas deux ans plus tard, accusait *L'Expansion* et son palmarès de se faire « *les suppôts du capitalisme anglo-saxons* »<sup>46</sup>... On mesure mieux à ce genre d'anecdote à la fois la durée de la résistance... et la rapidité de la bascule. Selon un enchaînement déjà expérimenté aux États-Unis, ce sont les grands patrons qui, une fois restaurés dans leur dignité de créateur de valeur, vont se faire les meilleurs propagateurs de l'EVA. De fait ils sont en première ligne, non seulement pour des raisons de « point d'honneur capitaliste », mais parce qu'ils sont les plus exposés à la contrainte actionnariale des investisseurs institutionnels étrangers – confluence bien faite pour susciter une mise en mouvement.

- *Pressions, conversions, transactions.* Mais jusqu'où exactement le mouvement est-il allé et quels changements dans les pratiques managériales l'EVA a-t-elle véritablement induits ? Si l'on voulait résumer d'une phrase la réponse, à coup sûr conjecturale, à cette question, on dirait que la plupart des dirigeants (des grandes entreprises) ont la problématique en tête, mais que tous sont loin d'avoir fait leur révolution de l'EVA. En d'autres termes, tous n'ont pas accompli une conversion *conséquente* au « management EVA ». Les discours de l'EVA, et plus généralement de la « valeur actionnariale » – la distinction va ici reprendre de l'importance – mettent incontestablement les grandes entreprises sous pression, mais il est probablement erroné, en tout cas pour le moment, de croire que toutes ont basculé comme un seul homme dans un modèle de management EVA uniforme – même s'il est un certain nombre de contraintes et de pratiques auxquelles presque toutes sacrifient désormais.

---

45. Interview d'Hedwige Chevillon, 19 octobre 1999.

46. Déclaration recueillie au cours d'une interview demandant à ne pas être citée.

Mais à quoi au juste reconnaît-on une « conversion conséquente » au management EVA ? Probablement à deux critères, d'ailleurs très solidaires : en premier lieu une décentralisation des objectifs d'EVA qui ne sont plus le propre de la direction générale mais descendant dans les niveaux hiérarchiques de la firme et sont assignés également aux cadres opérationnels ; ensuite la transformation en conséquence des formules de rémunération de ces cadres mettant en place des systèmes d'incitation directement indexés sur leur performance de création locale de valeur. La conversion conséquente d'une entreprise à l'EVA n'est donc pas une petite affaire : détermination des coûts du capital pour les différentes branches, voire unités, de l'entreprise, choix des retraitements comptables pertinents, effort de formation intense pour transmettre aux cadres opérationnels les logiques théoriques et les nécessités managériales de la création de valeur, reconfiguration des formules de rémunération : l'ampleur de la réorganisation est telle qu'elle décourage bon nombre d'entreprises de s'y lancer véritablement. Certaines qui ont tenté l'aventure ont fait machine arrière, ainsi ATT qui adopte le management EVA en 1992 l'abandonne en 1997 : la politique salariale – dont on retrouve qu'elle est un indicateur crucial<sup>47</sup> – qui avait indexé la rémunération de 110 000 employés sur l'EVA, avait dû être modulée par la prise en compte d'autres critères, pour finir en une formule d'une complexité telle qu'elle en était devenue impraticable. Pour Félix Bogliolo, l'EVA a une portée « *révolutionnaire* » qui ne peut que faire reculer les dirigeants et les conduire à un repli sur des positions rhétoriques. C'est également l'avis d'Arnaud Castillo qui distingue les entreprises qui ignorent l'EVA, celles qui en parlent, et celles qui la font véritablement. Ces dernières, en Europe, sont remarquablement peu nombreuses à ses yeux : Siemens, depuis 1996, Smithkline Beecham en Grande Bretagne, Lafarge en France. On serait tenté de trouver d'une remarquable honnêteté cet aveu de relatif insuccès, consentis par les prédictateurs eux-mêmes, en même temps qu'on pourrait se demander symétriquement s'ils ne défendent pas une conception du management EVA si exigeante que les reconnus sont nécessairement peu nombreux, conception dont on soupçonne également qu'elle pourrait être surdéterminée par la qualité de client du cabinet Stern Stewart & Co – de fait, la « *seule entreprise EVA* » en France (Lafarge) est également... son seul client. Conformément à une forme d'ambivalence dont on a déjà pu observer de nombreuses manifestations, les exigences de la vraie foi se mêlent ici à des intérêts marchands bien compris, et l'ambition pure nourrie à propos de la firme EVA idéale au refus de considérer qu'une entreprise passée à l'EVA mais sous la houlette de McKinsey ou d'Arthur Andersen puisse « en être » véritablement.

Au total, il y a plutôt des raisons de penser que le nombre de firmes françaises véritablement engagées dans une démarche de management EVA reste des

---

47. Comme l'atteste également l'angle d'analyse retenu par Mottis et Ponssard [1999] : « *Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques* ».

plus modestes<sup>48</sup>. On ne saurait pour autant en conclure que l'EVA n'est qu'un nuage de fumée, une pure excroissance idéologique et discursive. L'EVA occupe certainement l'esprit des dirigeants d'entreprise, mais, dans la plupart des cas, sans déboucher sur des réorganisations radicales de la firme. C'est moins l'EVA à proprement parler que le souci générique de « création de valeur » qui produit des effets dans l'entreprise et induit une transformation de ses pratiques. Si l'on devait arrêter un schéma moyen, on pourrait dire que l'EVA ne sort pas des directions générales ; qu'à l'encontre de son modèle managérial, elle n'est pas décentralisée ; et que, en direction des investisseurs, elle ne fait pas l'objet d'engagements sur des objectifs quantitatifs précis. En d'autres termes, la direction générale garde l'EVA pour elle, rétention aussi bien interne qu'externe puisque, d'une part, l'EVA *stricto sensu* ne descend pas vers les niveaux hiérarchiques inférieurs de l'entreprise, et que, d'autre part, elle ne fait l'objet ni de résultats ni d'objectifs vis-à-vis des actionnaires.

À l'intérieur de l'entreprise elle-même, l'EVA ne fait, la plupart du temps, que l'objet d'une saisie consolidée au niveau groupe. La décentralisation s'effectue alors selon d'autres critères de gestion, parfois différenciés en fonction du niveau hiérarchique où ils s'appliquent. Accor déclare réserver l'EVA au « *top management* »<sup>49</sup>, et faire descendre un critère de ROCE (*Return on Capital Employed*). Saint-Gobain procède d'une manière assez semblable, à ceci près qu'un manager de zone géographique répond d'un critère de ROA (*Return On Assets*) et un manager d'unité d'un critère de ROI (*Return On Investment*)<sup>50</sup>, cette distinction reflétant la différence hiérarchique qui veut que le premier soit responsable du prix de ses acquisitions, et non le second<sup>51</sup>.

Les pressions de l'extérieur, c'est-à-dire les contraintes de la relation actionnariale, sont évidemment décisives dans l'adoption par les entreprises du discours de la valeur puis dans sa conversion en pratique. Ces transformations sont remarquablement indexées sur la montée des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des grandes entreprises françaises. C'est pourquoi il faut brièvement reconstituer une histoire, même sommaire, du mouvement de financiarisation du capitalisme français sous l'égide des fonds d'épargne collective, et en faire apparaître les trois principales étapes. Tout commence avec la deuxième vague de privatisations de 1993. Les OPV d'un volume très supérieur à celui de la période 1986-1988 attirent l'attention des fonds anglo-saxons, désireux de diversifier géographiquement leurs actifs. Leurs réticences vis-à-vis d'un capitalisme français réputé fonctionner dans l'opacité et le verrouillage d'une coordination oligarchique (dont les membres au surplus sont presque tous issus du sérapé administratif) sont peu à peu vaincues à la fois par la moindre emprise du nouveau système de noyaux durs et par le travail patient de quelques

---

48. Ce que confirment Mottis et Ponssard [1999].

49. Réponses à un questionnaire « création de valeur », novembre-décembre 1999. Voir annexe 2.

50. Peu différent d'un ROCE.

51. Interview de Jean-Louis Beffa, PDG de Saint Gobain, 4 novembre 1999.

*go-between*. Ainsi de Sophie l'Hélias<sup>52</sup> qui, par l'intermédiaire du cabinet de Relations-Investisseurs IRRC<sup>53</sup>, présente aux principaux fonds de pension américains un rapport, témoignant d'une part de la prise de conscience des insuffisances de la première vague de privatisation (sous-performance boursière, ignorance des commandements de la *Corporate Governance*, etc.), et prophétisant la possibilité d'une possible mutation du capitalisme français. La vague 1993 de privatisations est donc un moment charnière, celui du débarquement des fonds anglo-saxons dans le capitalisme français. La deuxième étape est probablement à situer à la prise de contrôle de l'UAP par AXA, en 1996 (Morin, 1998). Le choc cette fois-ci ne vient plus du dehors, il est purement interne et met à bas toute l'organisation du contrôle capitaliste français qui, stabilisant la propriété du capital, permettait précisément de résister à l'intrusion d'investisseurs tiers. Se trouve démantelée d'un coup la structure bipolaire, grossio modo héritée des années Pompidou, et construite autour des constellations Suez et Paribas<sup>54</sup>. Ce sont les années du décroisement des participations et de l'éclatement des noyaux durs, et ce d'autant plus que la nouvelle figure dominante du capitalisme français, Claude Bébérard est un pur produit de l'entreprise privée, sans rien de l'habitus politico-administratif de ses pairs, fasciné par le modèle américain et désireux d'en importer les schémas. Par sa bouche, le nouveau discours autorisé tient que les participations croisées immobilisent du cash qui ferait mieux d'être restitué à l'actionnaire, et que la transparence de la relation actionnariale vaut mieux que les arrangements de conseil d'administration. L'intérêt des fonds anglo-saxons, l'éclatement des structures de contrôle capitaliste héritées du passé : toutes les conditions sont réunies pour que – troisième étape – les investisseurs institutionnels montent en puissance dans le capital des entreprises françaises et que le discours de la valeur qu'ils y apportent produise le maximum d'impact. Selon l'évaluation réalisée par le cabinet d'identification actionnariale Carson Group, 18 des firmes inscrites au CAC 40 sont détenues à plus de 40 % par des investisseurs étrangers<sup>55</sup>. Et de fait, la plupart des entreprises du CAC 40 interrogées datent, en moyenne de 1996 leur mouvement général de prise en compte des contraintes de la valeur.

Ainsi la réalité de la contrainte actionnariale est telle qu'il serait impensable, quand bien même la plupart des entreprises cotées continuent d'échapper au modèle canonique de l'EVA, qu'elles puissent y satisfaire par de simples concessions discursives. L'EVA ne règne pas uniformément dans les firmes françaises, elle en est même assez loin, et pourtant le mouvement de la valeur actionnariale a produit des effets. Si l'EVA ne s'est pas imposée comme système de management intégré c'est pour toutes les raisons qu'on a déjà vues,

---

52. Sophie l'Hélias, créatrice du cabinet de conseil en *proxy* (vote en assemblée générale) Franklin Global Investor Services. Interview du 27 octobre 1999.

53. Investor Research Responsibility Center.

54. Dont les configurations des années 90 correspondent respectivement aux ensembles Suez-UAP-BNP et Paribas-AGF.

55. *L'Expansion* n° 108, du 4 au 17 novembre 1999.

mais peut-être aussi parce que la contrainte actionnariale est relativement indéciise quant aux meilleurs critères de la création de valeur. Carroz et Texier [1998] rappellent que tous les acteurs du champ de la finance (fonds, analystes, gérants, et autres intermédiaires) ne partagent pas les mêmes vues ni les mêmes modèles des sources de la valeur. Aussi la contrainte actionnariale ne se présente-t-elle pas toujours comme un front monolithique. C'est pourquoi il est parfois possible aux dirigeants d'entreprises, jouant de cette fragmentation, de ménager des marges de manœuvre et de recouvrer un peu de souveraineté. À coup sûr, c'est d'une liberté de second ordre qu'il s'agit, n'affranchissant en rien de la contrainte générique de la finance, mais permettant d'en choisir la forme exacte. La relation entreprise – investisseurs répond donc à un modèle moins strictement déterminé et plus transactionnel qu'on ne pourrait le croire. Il reste de la place pour une interaction dont l'enjeu est précisément pour les dirigeants de proposer à leurs interlocuteurs financiers les critères de leur propre évaluation. Il va sans dire qu'en face, on n'est pas près à avaliser n'importe quoi, mais la possibilité d'une discussion argumentée et d'une transaction est rarement inexistante. Les entreprises parviennent assez souvent à éviter le couperet de l'EVA et obtiennent d'être jugées sur des indicateurs qui leur semblent plus pertinents compte tenu de leurs spécificités (sectorielles, organisationnelles)... dès lors bien sûr qu'elles réussissent à rallier leurs censeurs à leur propre notion de la « pertinence ». Le dialogue est donc toujours sous tension, et pas seulement à propos des ratios-critères. La justification d'une acquisition coûteuse mais stratégique, l'horizon temporel de réalisation des objectifs sont également à l'agenda de cette interaction permanente, et soumis aux variations du rapport de force qui la gouverne.

Il faut s'arrêter un peu plus à la relation entreprise – investisseurs, désormais hautement codifiée et professionnalisée. Elle a reçu un nom – la communication financière – et fait surgir ses intermédiaires spécialisés. Côté investisseurs, apparaissent des cabinets de conseil en *proxy*, c'est-à-dire en politique de vote aux assemblées générales. Ces cabinets se chargent de collecter l'information financière concernant les entreprises et de la transmettre à leurs fonds clients accompagnée d'une préconisation de vote en assemblée générale. S'adressant à un portefeuille de clients pour lesquels ils jouent un rôle d'intermédiaire unique avec les entreprises, ces cabinets, s'ils gagnent en influence, pourraient jouer un rôle considérable d'homogénéisation de la contrainte actionnariale. Ainsi Franklin Investor Global Services concentre et homogénéise les positions en assemblées générales d'environ 300 caisses de retraite américaines totalisant un actif de l'ordre de 1 000 milliards de dollars. Orléan [1990] avait déjà montré que la diversité des « modèles » ne résistait pas à la montée de l'incertitude et que les situations de crise cognitive donnaient lieu à de puissants effets de polarisation de l'opinion collective. Il se pourrait que ces nouveaux intermédiaires, dès lors qu'ils demeurent peu nombreux en face d'une population étendue de fonds d'épargne, contribuent à une polarisation « de régime », ou en tout cas soutien-

nent une tendance permanente à l'homogénéisation qui contrebatte la diversité de vue initiale des acteurs du champ de la finance.

Côté entreprises, d'autres intermédiaires sont apparus également qui prennent en charge leur communication financière, et font franchir une étape supplémentaire à la division du travail financier en séparant/spécialisant un service autrefois rendu par les divisions « *Corporate* » des grandes agences de publicité. Ainsi du cabinet Gavin-Anderson qui ouvre son bureau parisien en 1992 et va radicalement transformer les pratiques antérieures. Jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, la communication financière ne connaît en effet que le rapport annuel et l'achat d'espace. C'est, là encore, le moment clé de la deuxième vague de privatisations et l'arrivée en France des investisseurs institutionnels étrangers qui vont donner une impulsion décisive aux transformations de la communication financière<sup>56</sup>. Le travail de la relation – investisseurs s'impose donc aux dirigeants d'entreprise comme un impératif et fait surgir toute une palette de pratiques du contact direct, du compte rendu suivi et du dialogue permanent. Tournées de présentation (*road shows*), conférence téléphonique avec les analystes (*conference-calls*), entretiens bilatéraux avec les investisseurs les plus importants et les analystes les plus réputés (*one-to-one*) sont devenus en quelques années des exercices obligés pour les chefs d'entreprise qui, s'ils continuent d'afficher leurs différences en matière de modèles de valeur, sont en revanche unanimes à constater la part considérable prise dans leurs emplois du temps par les nécessités de la communication financière. Cette obligation de rendre compte hors des cercles feutrés des conseils d'administration était bien faite pour heurter les patrons français, transfuges de la noblesse d'État<sup>57</sup>, bien pénétrés du sentiment de leur aristocratie, et peu enclins à se faire interroger, voire rudoyer, par des « freluches » de trente ans (leurs analystes) ou le bas peuple des petits actionnaires<sup>58</sup>. Nécessité fait pourtant loi, et cette pédagogie de « l'obligation à communiquer » est d'ailleurs le fonds de commerce des cabinets comme Gavin Anderson dont la prestation couvre une multitude de registres : organisation logistique des tournées, tenue de la mémoire des communications antérieures et surveillance de la « cohérence temporelle », collecte et analyse des réactions de la communauté financière, retournées sous anonymat à l'entreprise-cliente, c'est-à-dire dans des formes peu soucieuses de circonlocutions...

Ainsi la relation actionnariale est-elle devenue en quelques années extrêmement réglée, codifiée par des pratiques standards, encadrée par des intermédiaires spécialisés. Tissu d'obligations formelles, elle semble au premier abord ne déboucher que sur une seule obligation substantielle, mais générique – et de

56. Interview de Dominique Barbarin, directrice à Gavin-Anderson, 26 octobre 1999.

57. Bourdieu [1989].

58. Dominique Barbarin (Gavin Anderson) raconte en particulier quelques expériences, encore exceptionnelles mais significatives et de toute façon marquantes, d'assemblées générales houleuses jusqu'à la violence – et pas seulement verbale – au point de nécessiter l'exfiltration et la protection physique du président de l'entreprise. Se pourrait-il, dans l'avenir, que la *Corporate Governance* saisie par les petits actionnaires et le « capitalisme populaire » donnent lieu à quelques déchaînements inattendus ?

première importance : la démonstration de l'inconditionnelle bonne volonté des dirigeants d'entreprise à l'endroit des actionnaires. L'EVA, et son modèle managérial, sont des concepts trop spécifiés pour avoir déjà pu faire consensus dans la communauté des investisseurs et des analystes, aussi aucune entreprise ne se l'est-elle vu imposer irrésistiblement. Dans son état actuel d'organisation institutionnelle et d'incomplète homogénéisation, la relation actionnariale ne fait peser ses pressions qu'à propos d'un objet d'une généralité supérieure, la « création de valeur », où le flou de la notion est soigneusement préservé aussi bien par les investisseurs qui tiennent au libre-arbitre d'une lecture idiosyncratique, que par les entreprises qui y voient un espace d'accordements transactionnels. Un peu comme le *mana* des Trobriandais<sup>59</sup>, il faut peut-être voir la « création de valeur » comme le signifiant flottant<sup>60</sup> de la finance, un « truc » dont on ne sait trop ce qu'il veut dire exactement – qu'on songe un instant à la prolifération de ses actualisations : l'EVA, le ROCE, le ROE, le ROI, le ROA, le CFROI, le CVA, la SVA, le TSR, le TBR, la MV, la MVA, sans oublier la variation de capitalisation, et pour certains encore le BPA... – et qui, plus que des contenus bien spécifiés, enferme essentiellement une *obligation dispositive* : se montrer *shareholder friendly*, voilà ce à quoi sont désormais impérativement tenus les dirigeants d'entreprise sous l'emprise des discours de la valeur. Manifester des égards, rendre compte régulièrement, solliciter un aval en cas d'opération exceptionnelle, bref donner tous les signes d'attention à un nouveau partenaire permanent, et – davantage – lui accorder les priorités qu'il réclame.

Bien sûr le parallèle rencontre rapidement sa limite : ce serait si facile si les investisseurs se contentaient de poses et d'attitudes. La disposition amicale doit donc être soutenue par des résultats tangibles. Mais aucun des multiples indicateurs de valeur n'a le monopole du « résultat tangible ». Là encore, il faut chercher dans un registre plus générique les véritables injonctions de la création de valeur, qu'on pourrait d'ailleurs ramener aux deux commandements suivants : 1) quel que soit le critère exact, relevez la rentabilité ; 2) économisez le capital. La première injonction laisse un sentiment bizarre, comme si tout le détournement analytique des multiples indicateurs de valeur, et en particulier de l'EVA, avait été fait pour rien, c'est-à-dire pour en revenir au point de départ, à savoir la réclamation la plus brute et la plus brutale de l'actionnaire : de la rentabilité, du profit quelle qu'en soit la forme exacte. Aussi les entreprises sont-elles soumises à un relèvement permanent des objectifs transactionnellement arrêtés avec leurs interlocuteurs financiers, et ce sous l'empire d'un de ces chiffres magiques que l'économie pratique a parfois le don d'engendrer<sup>61</sup>, hors de toute rationalité mais avec un pouvoir symbolique d'obligation presque irrésistible – on veut bien sûr parler des fameux « 15 % ». Mais 15 % de quoi au juste ? À l'origine,

---

59. Mauss [1950].

60. Lévi-Strauss [1950].

61. Qu'on pense dans cet ordre d'idées aux « 3% » du traité de Maastricht.

il s'agit de retour sur fonds propres, soit un objectif de ROE. Mais le chiffre fait point focal et oriente la performance selon bien d'autres critères également. Accor s'engage sur 15 %... mais de ROCE. C'est 12 % de ROA que visent les AGF – les 15 % sont certainement pour bientôt. On est donc assez loin des subtilités de l'EVA, mais l'essentiel est bien là : l'actionnaire s'est installé comme protagoniste prioritaire du partage de la valeur ajoutée. Et si l'EVA ne s'est pas complètement imposée, il reste tout de même quelque chose de sa problématique dans la deuxième injonction de la finance, à savoir l'économie du capital. Il entrait bien dans les avertissements de l'EVA, en effet, que le capital est une ressource rare, qu'il faut la rémunérer et en être parcimonieux. Le recours au plus juste à la ressource capitaliste est peut-être la part de son message qui aura été le mieux entendue, et s'il est une inflexion des pratiques managériales que l'on retrouve dans la plupart des entreprises, c'est bien ce souci d'une allocation strictement mesurée des fonds propres. Ce nouvel impératif managérial vaut d'ailleurs aussi bien pour le capital économique que pour le capital financier. Pour le capital économique d'abord, où font désormais l'objet d'une surveillance extrêmement attentive le prix des acquisitions et le volume de capital fixe d'exploitation. Appliquant plus rigoureusement encore la consigne, certaines entreprises (Vivendi et Lafarge par exemple) font même descendre le niveau du contrôle d'engagement des fonds jusqu'au capital circulant (besoin en fonds de roulement). L'excès de rigorisme risque évidemment de tourner au malthusianisme, quand la minimisation du capital engagé s'autonomise comme un objectif propre au détriment de la vocation à croître qui doit normalement être celle d'une entreprise. Certains dirigeants s'en rendent compte et, on l'a vu, c'est l'un des sujets importants à l'agenda de la relation actionnariale<sup>62</sup> que de convaincre les analystes de tolérer des entorses à l'injonction de parcimonie quand ce sont des investissements ou des acquisitions à caractère stratégique qui sont en jeu.

Le capital financier fait lui aussi, et peut-être plus encore, l'objet de cette discipline et par toutes sortes de procédés. La restitution à l'actionnaire des cash-flows libres, c'est-à-dire des excédents de trésorerie sans emploi est le premier d'entre eux, et peut-être l'illustration la plus significative du pouvoir actionnarial et de sa méfiance de principal (au sens de la théorie de l'agence). La mise en réserve est désormais interdite en effet car le management est toujours suspect d'utiliser cette ressource disponible mais non strictement nécessaire à mauvais escient : investissements de croissance mais non rentables et au seul bénéfice de la « volonté de puissance », alliances capitalistiques immobilisant des fonds et surprotégeant les technosstructures en place, etc. Le reversement direct de cash est une des modalités de cette restitution. Le rachat d'actions en est une autre. De plus en plus nombreuses sont donc les entreprises procédant à des OPRA aux propriétés hautement « relatives » puisqu'elles accroissent mécaniquement le bénéfice par action (BPA). Là encore les dirigeants

---

62. Dans laquelle on agrégera à la fois les relations avec les fonds, avec les analystes et avec les gérants.

sont directement confrontés à un arbitrage court terme/long terme et à la tentation de la facilité puisque le *buy-back* est une opération financièrement très payante (en termes de satisfaction immédiate des actionnaires), mais au prix d'un détournement de ressources qui pourraient être consacrées à des investissements industriels nécessaires moins faciles à « vendre » à la finance (rentabilité plus incertaine, plus éloignée...). Enfin, particulièrement en une période de taux d'intérêt redevenus bas, le recours à l'effet levier se généralise dangereusement (Artus et Debonneuil, 1999), les entreprises substituant de la dette aux fonds de propre avec à la clé une augmentation mécanique du ROE... et le risque de se trouver prises en porte-à-faux en cas de remontée des taux d'intérêt.

## **CONCLUSION**

C'est probablement un paradoxe coutumier du débat public que les objets qui s'y imposent avec le plus d'évidence déçoivent assez souvent les espoirs de netteté et de précision d'un regard un peu plus attentif. La « valeur actionnariale » ne fait pas exception et révèle un paysage intellectuel et institutionnel dont le flou contraste singulièrement avec une fréquence d'apparition qui pourrait laisser croire, d'une part, qu'on sait parfaitement de quoi l'on parle et, d'autre part, qu'il est question d'une pratique dont la généralité ne fait pas l'ombre d'un doute. Les choses sont évidemment moins simples que ne le voudraient les discours publics sur la valeur, et elles le sont d'autant moins qu'il n'est pas davantage possible de tomber dans la thèse dialectiquement opposée qui tiendrait ces discours pour une pure effervescence rhétorique, sans autre contrepartie réelle que leur instrumentation à des fins de légitimation. Sous ce rapport, on pourrait certainement rapprocher la valeur de cet autre concept flou par excellence qu'est la « mondialisation », pour y retrouver la nécessité de ne céder à aucune des tentations symétriques de la « dramatisation » et de la « dénégation ».

Que le flou soit d'abord intellectuel, et logé pour ainsi dire au cœur de la notion même, c'est ce qui apparaît de manière flagrante à voir la prolifération de ses définitions et parfois leur incompatibilité. Si, des multiples mesures de la valeur actionnariale – on en a répertorié 14, et la liste pourrait bien ne pas être exhaustive ! –, on voulait ne retenir qu'un petit nombre mais maximisant l'hétérogénéité, il faudrait s'intéresser au triplet formé par la (variation de) capitalisation boursière, le BPA et l'EVA. Du point de vue conceptuel, la variation de capitalisation représente probablement le degré zéro de la « création de valeur ». Pour être largement partagé, ce constat d'indigence analytique n'empêche aucun protagoniste de se prévaloir, si besoin est, de cette définition-là, et, par exemple, dans leur conflit de 1999, les banquiers français n'ont cessé de s'affronter au ras du cours de bourse dont les variations étaient présentées comme autant d'épisodes de « création » (nous) ou de « destruction » (eux) de

valeur<sup>63</sup>. Saisir ces discours polémiques de la valeur quand ils tournent aussi caricaturalement à la pure instrumentation rhétorique permet au moins de refaire une nouvelle fois cette expérience des effets symboliques liés au seul choix des mots, et comme le « franc fort » avait le pouvoir de rejeter implicitement tous ses opposants dans le camp du « franc faible », donc de l'abaissement de la France, la « création de valeur » a pour effet de condamner tous ceux qui ne s'y soumettent pas à la marque infamante de la « *destruction* de valeur », destruction dont toutes les résonances connotent une volonté malfaisante de la ruine, le refus des valeurs positives de la vie – qui sont de construire et de créer – et pour tout dire une forme d'anti-civilisation.

Le bénéfice par actions (BPA), objet de toutes les stratégies relutives, est lui aussi souvent présenté comme index de la création de valeur... mais, d'une part sans être nécessairement corrélé au cours, et, d'autre part, au risque de contredire frontalement l'EVA, laquelle s'est précisément construite sur le slogan « *Earnings per share don't count* » ! On ne saurait imaginer incompatibilité plus rédhibitoire entre définitions de la création de valeur, et l'hétérogénéité tourne ici à la contradiction pure et simple. Il entre à coup sûr dans l'essence d'une *idée simple*, au sens particulier qu'on a donné à cette notion, de demeurer dans le flou et la polysémie, et l'*idée simple* tire une bonne partie de son pouvoir d'une sous-détermination qui la destine à accueillir, par projection, une multitude de contenus, c'est-à-dire une multitude d'adhésions. Constatons que la création de valeur va aussi loin qu'il est possible en ce sens, rappelant si besoin était que les notions efficaces du débat public sont soumises à d'autres régulations que celle de la rationalité – au travers de ses multiples définitions, la création de valeur affiche une superbe ignorance du principe de non-contradiction, carence rationnelle largement rachetée en pratique par la possibilité permanente offerte aux agents de se prévaloir génériquement d'elle, quoique défendant les stratégies les plus opposées.

Le paysage institutionnel de la valeur actionnariale n'est pas moins flou que son paysage intellectuel, et il reste périlleux d'entendre fournir une réponse tranchée à la question de savoir si les pratiques, ou le management de la valeur se sont ou non véritablement imposés. La réponse est d'autant moins simple que la période actuelle est probablement encore une période de transition, et que le champ du capital est emporté par des évolutions profondes et rapides, dont le terme n'est pas encore connu avec certitude. On pourrait en voir la trace dans l'ambivalence des positions conquises par l'EVA, d'une part installée en situation de quasi-monopole sur le marché sémantique de la « valeur », à laquelle elle s'assimile presque parfaitement, ou dont elle fait figure au moins de meilleur représentant, mais d'autre part incapable de s'imposer nettement tant comme méthode de valorisation financière que comme modèle de management. Si le monopole sémantique est aussi difficilement convertible en monopole pratique c'est que, au sein du champ de la finance, la dialectique entre homogé-

---

63. Voir Lordon [2000].

néisation et diversité demeure très ouverte. L'approfondissement de la division du travail et la multiplication des intermédiaires spécialisés dans la sphère financière [Montagne, 2000] sont en soi un facteur de diversité... quoique ces intermédiaires travaillent selon des méthodes de plus en plus standardisées et que certains d'entre eux – comme les cabinets de conseil en *proxy* – soient directement producteurs d'homogénéité. La résultante de ces tendances contradictoires est encore indécise, mais il semble pourtant qu'au sein de la population des analystes et des investisseurs, juges et prescripteurs de la finance, perdure une certaine diversité. C'est pourquoi l'EVA ne règne pas sans partage d'abord comme critère du jugement actionnarial et par, voie de conséquence, comme norme managériale. Aussi, loin des positions trop tranchées, faut-il se résoudre à occuper cet entre-deux malcommode qui, renonçant à l'image trop simple d'une normalisation de fer, fait tout de même le constat d'effets bien réels, moins de l'EVA proprement dite, que du générique « valeur actionnariale ». C'est d'ailleurs l'un des paradoxes de la création de valeur que, demeurant dans un flou suffisamment prononcé pour rendre presque impossible de s'accorder sur ce en quoi elle consiste, elle n'en exerce pas moins des influences tout à fait significatives sur le management et les managers. Influences d'ailleurs aussi génériques que l'idée simple qui les a produites puisque, en deçà des spécificités de ses définitions particulières (comme l'EVA), la création de valeur impose essentiellement une obligation dispositionnelle, dont on peut voir la trace dans les emplois du temps des dirigeants d'entreprise – se montrer *shareholder friendly* –, en même temps que, après une longue divagation au travers de notions plus ou moins sophistiquées, elle fait finalement retour aux obligations substantielles les plus rustiques du capitalisme : relever le profit, économiser le capital. Ce *back to basics* de la valeur actionnariale commence d'ailleurs à être reconnu comme tel, et moins sur le mode de la saine redécouverte des « fondamentaux » que sur le mode de la démystification d'une fausse innovation conceptuelle. Comme s'ils entrevoyaient déjà la fin du filon qu'ils ont eux-mêmes trop creusé, ce sont d'ailleurs les cabinets de conseil qui dénoncent le « management de la valeur » comme un engouement et en pronostiquent dès maintenant l'épuisement : « *les indices cherchent tous à analyser la croissance des cash-flows, en fonction des actifs nécessaires et des risques pris par l'entreprise [...] autant d'éléments qui dans le fond n'ont rien de révolutionnaire* »<sup>64</sup> ; « *calculer sa création de valeur revient plus simplement à tirer le meilleur résultat de son capital immobilisé. Ce n'est en rien une découverte* »<sup>65</sup> ; « *aussi, après les années « croissance », puis l'ère du « reengineering », de nombreux consultants estiment finalement que l'heure de gloire de la création de valeur pourrait parvenir à son terme d'ici deux à trois ans* »<sup>66</sup>. Toute l'ambivalence de la valeur actionnariale peut se lire dans cet aveu de consultants, remarquable d'honnêteté

---

64. Propos de Jean-Pierre Gaben, directeur de Mercer Management Consulting, cité par Desjardins [1999].

65. Propos de Jean-Marie Péan ; directeur de Bain & Co France, cité par Desjardins [1999].

66. Desjardins [1999, p.11].

et pourtant probablement erroné. Car s'il est vrai que les pseudo-concepts spécifiques, voués à fonctionner avant tout comme inducteurs de *consulting business*, auront sans doute bientôt vécu, il n'en demeure pas moins que les exigences *génériques* de la valeur actionnariale dérivent, elles, d'un système de contraintes macro qui sont en place pour longtemps. Le pouvoir actionnarial, pouvoir de faire rendre le capital au maximum et de proclamer cet objectif comme prioritaire sur tous les autres, n'est pas réductible à une toquade managériale ou à un grenouillage conceptuel de consultants. Il est le produit d'une histoire structurale récente mais lourde qui, installant la finance de marché et la gestion concentrée de l'épargne collective en forme institutionnelle dominante (Boyer, 1999), a créé durablement les conditions du primat de la « valeur ». Aussi peut-on sans doute anticiper le relatif effacement du « management de la valeur », sa décrue dans le chiffre d'affaire des cabinets de conseil bientôt redéployés vers de nouveaux concepts-aux-alouettes et, non contradictoirement, prédire tout autant la persistance de l'impératif de rémunérer hautement les fonds propres, la mobilisation de toute l'organisation au service de ce seul objectif, le recours accru aux expédients financiers permettant de sembler s'en acquitter<sup>67</sup>, l'obligation de manifester ostensiblement tous les égards dus à la majesté des actionnaires, et toutes ces choses qui font la discipline de fer du capital-argent.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M., ORLEAN A. (1982), *La violence de la monnaie*, PUF, Paris.
- ARTUS P., DEBONNEUIL M. (1999), « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in *Architecture Financière Internationale*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, Paris.
- BIDDLE G., BOWEN R., WALLACE J. (1997), « Does EVA beat earnings ? Evidence on association with stock returns and firm values », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24.
- BAUDRU D., MORIN F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière. Une gestion spéculative du risque », in *Architecture Financière Internationale*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, Paris.
- BATSCH L. (1999), *Finance et stratégie*, Economica, Gestion, Paris.
- BEFFA J.- L. (1996), Interview in *L'Expansion*, numéro spécial EVA-MVA.
- BERLE A., MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan.
- BERNSTEIN P. (1995), *Des idées capitales*, PUF, Finance, Paris.
- BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J. (1999), *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, Paris.

---

67. Levier et OPRA.

BOURDIEU P. (1989), *La Noblesse d'État*, Les Éditions de Minuit, Paris.

\_\_\_\_ (1994), *Raisons Pratiques*, Seuil, Paris.

BOYER R. (1999), « Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : le point sur quelques recherches régulationnistes », *L'Année de la régulation 1999*, Vol. 3, p. 13-75.

CABY J., HIRIGOYEN G. (1997), *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, Connaissance de la Gestion, Paris.

CARROZ D., TEXIER G. (1998), « Les exigences des actionnaires », Miméo École des Mines de Paris.

COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (1995), *Valuation, Measuring and Managing the Values of Company*, McKinsey & Company, Inc.

DESJARDINS C. (1999), « La création de valeur, une aubaine pour les consultants », *Option Finance*, n° 568.

EHRBAR A. (1998), *EVA : The Real Key to Creating Wealth*, John Wiley and Sons.

LEVI-STRAUSS C. (1950), « Introduction à l'œuvre de Marcel Mauss », in MAUSS M., *Sociologie et anthropologie*, PUF, Quadrige, Paris.

L'HELIAS S. (1997), *Le retour de l'actionnaire*, Gualino éditeur.

LORDON F. (1997), *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel, Paris.

\_\_\_\_ (1999), « La force des idées simples. Misère épistémique des comportements économiques », Miméo CEPREMAP.

\_\_\_\_ (2000), « Le *conatus* du capital, ou les stratégies de la prédation. BNP, Société Générale, Paribas : le conflit des OPE bancaires de 1999 », Miméo CEPREMAP.

MARKOWITZ H. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. VII, n° 1.

MARSHALL A. (1890), *Principles of Economics*, MacMillan, Londres.

MAUSS M. (1950), *Sociologie et anthropologie*, PUF, Quadrige, Paris.

MERTON R. (1973), « Theory of Rational Asset Pricing », *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 4.

MODIGLIANI F., MILLER M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, Vol. 48, n° 3.

\_\_\_\_ (1961), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, Vol. 34, n° 4.

MONTAGNE S. (2000), « Retraite complémentaire et marchés financiers aux États-Unis : un changement institutionnel idiosyncratique ? », *L'Année de la Régulation*, vol. 4.

MORIN F. (1998), « Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse prospective et comparaisons internationales », Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Éditions de Bercy.

- MOTTIS N., PONSSARD J.- P. (1999), « Crédit de valeur et politique de rémunération. Enjeux pratiques », Miméo Laboratoire d'Économétrie, École Polytechnique.
- O'BRYNE S. (1996), « EVA® and market value », *Journal of Applied Corporate Finance*, n° 9.
- ORLEAN A. (1990), « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers », *Revue Économique*, vol. 41, n° 5.
- \_\_\_\_\_. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- PARRAT F. (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Maxima, Laurent du Mesnil Éditeur.
- PEYRELEVADE J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica Paris.
- PONSSARD J.- P., ZARLOWSKI P. (1999), « Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur », *Revue Française de Gestion*, janvier.
- RAPPAPORT A. (1986), *Creating Shareholder Value*, MacMillan.
- SALUSTRO E. (1998), « Vers l'adoption de règles communes », *L'Expansion Management Review*, septembre.
- SHARPE W. (1963), « A Simplified Model for Portfolio Analysis », *Management Science*, vol. 9.
- SHARPE W. (1964), « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, Vol. XIX, n° 3.
- STERN J. (1974), « Earnings per Share Don't Count », *Financial Analysts Journal*.
- STEWART B. (1991), *The Quest for Value*, Harper Business.
- \_\_\_\_\_. (1994), « Eva : fact or fantasy ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, n° 7
- TCHEMENI E. (1998), *L'évaluation des entreprises*, Economica, Gestion Poche, Paris.
- THERET B. (1999), « La régulation politique : le point de vue d'un économiste », in COMMAILLE J. et JOBERT B. (eds), *Les métamorphoses de la régulation politique*, LGDJ.
- TOBIN J. (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1.
- YOUNG D. (1998), « Rhône-Poulenc au crible de l'EVA », *L'Expansion Management Review*, septembre.

**ANNEXE 1****LA CRÉATION DE VALEUR AU TRAVERS DES RAPPORTS ANNUELS**

Pour en être une des formes les plus anciennes, le rapport annuel perdure néanmoins comme pratique de la communication financière, et permet de se faire une première idée, sinon des engagements, effectifs ou cosmétiques, des entreprises, au moins de leur revendication publique en matière de création de valeur. Certes, l'information délivrée par la lecture des rapports annuels doit être reçue avec circonspection : ainsi, Lafarge qui est notoirement l'une des entreprises françaises les plus engagées dans la conversion radicale à un « management EVA » n'en laisse presque rien paraître dans son rapport – peut-être parce que cette transformation n'est pas encore complètement achevée et opérationnelle (voir annexe 2). On pourrait probablement en dire autant de ST Microelectronics qui n'a pas non plus mené complètement à bien l'installation des critères d'EVA, et dont le rapport demeure extrêmement cursif en la matière.

La lecture de 36 rapports annuels 1998 des entreprises du CAC 40 fait apparaître assez distinctement trois groupes d'entreprises :

**Groupe 1 : Ignorance apparente, ou absence quasi-complète de revendication en matière de création de valeur.**

- *Critère* : absence de référence dans le « message du président », aucune mention d'indicateurs financiers assimilables de près ou de loin à une mesure de création de valeur.
  - *Liste des entreprises* : Sanofi-Synthélabo, Bic, Rhône-Poulenc, ST Microelectronics, Valéo, Alcatel, Casino, Thomson-CSF, France Télécom, Cap Gemini, Renault, L'Oréal, Canal +, Carrefour, Lafarge, Michelin.

**Groupe 2 : Références minimales et peu précises à la création de valeur**

- *Critère* : mention rapide dans le « message du président », évocation d'un indicateur de création de valeur (jamais l'EVA, mais par exemple ROE, ROCE, ROA), éventuellement accompagné d'un chiffre, mais toujours consolidé et souvent présenté hors des parties « nobles » du rapport (non pas dans les « chiffres-clés » qui viennent dans les premières pages, mais dans les annexes financières)
  - *Liste des entreprises* : AGF, Total, Saint-Gobain, PSA Peugeot-Citroën, CCF, BNP, Promodès, LVMH, Pinault-Printemps-Redoute, Vivendi, AXA.

**Groupe 3 : Revendication manifeste d'engagement à la création de valeur**

- *Critère* : mention appuyée dans le « message du président », multiplicité d'indicateurs de création de valeur (ROE, TSR), référence explicite à la problématique de l'EVA, présentation de chiffres, consolidés et par secteur, éventuellement détail de l'allocation sectorielle du capital, et mention de la mise en place de formules de rémunération indexées-valeur.
  - *Liste* : Elf, Suez-Lyonnaise des Eaux, Lagardère, Sodexho, Eridania Béghin-Say, Air-Liquide, Danone, Accor.

## ANNEXE 2

### LA CRÉATION DE VALEUR DANS LES ENTREPRISES : QUESTIONNAIRE

Un questionnaire a été adressé aux présidents de plusieurs entreprises du CAC 40 pour répondre à l'interrogation suivante : en quoi l'exigence de « création de valeur » a-t-elle modifié les pratiques managériales de l'entreprise et les décisions de ses dirigeants ?

Le nombre restreint des entreprises qui ont répondu à ce questionnaire interdit d'en considérer les résultats comme représentatifs. Pour autant, il s'en dégagent des indications qualitatives dont la relative homogénéité constitue en soi une information.

Ont répondu au questionnaire : ST Microelectronics, CCF, Accor, AGF, Vivendi, Lafarge, BNP, Saint-Gobain.

Quatre perspectives sont envisagées pour éclairer la question de la création de valeur :

#### **Le développement de la communication-investisseurs**

- *La part de votre temps consacrée à la communication financière a-t-elle significativement augmenté ?*

De manière remarquable, toutes les directions répondent positivement à cette question.

#### **Sélection des investissements**

- *À quel niveau l'exigence de « création de valeur » et d'économie de capital pèse-t-elle sur la sélection des investissements ?*

*Acquisitions*

*Capital fixe (immobilisations)*

*Capital circulant (BFR)*

Toutes les entreprises font peser des critères de création de valeur sur les fonds alloués aux acquisitions et au capital fixe. Trois d'entre elles (Vivendi, Lafarge, ST Microelectronics) font descendre le critère jusqu'au capital circulant.

#### **Relèvement des objectifs de rentabilité**

- *Quels critères de création de valeur retenez-vous ?*

*EVA*

*ROE*

*ROI*

*ROA (retour sur actif net)*

*Autre – lequel ?*

Toutes les entreprises, sauf Vivendi (ROE, ROI), considèrent l'EVA comme un des critères de création de valeur – l'EVA est en cours de mise en place chez ST Microelectronics et Lafarge. Mais seul Lafarge lui donne l'exclusivité. Les autres entreprises regardent l'EVA concurremment à d'autres critères : ROI et ROA pour les AGF ; ROE, ROI et R/RWA (return/risk weighted assets, ratio propre au secteur bancaire) pour le CCF ; ROCE (return on capital employed = EBITDA/gross value assets) pour Accor ; ROI et ROA pour Saint-Gobain.

- *Différenciez-vous les critères de création de valeur selon les niveaux hiérarchiques de l'entreprise ? Si, oui est-il possible d'indiquer brièvement comment ?*

Seul Lafarge décline l'EVA à tous les niveaux hiérarchiques. Les autres entreprises différencient les critères de création de valeur en réservant l'EVA à la direction générale. À Saint-Gobain, le ROA est appliqué aux directeurs de branche et le ROI aux chefs d'unités. Chez Accor, c'est le ROCE qui descend aux niveaux inférieurs. Chez ST Microelectronics, la direction générale et le niveau – 1 (chefs de groupes) considèrent le ROE et le ROA, et le ROA descend aux niveaux – 2 et – 3 (chefs de division et unités opérationnelles).

- *Depuis combien de temps avez-vous mis en place ces nouveaux indicateurs de performance ?*

Ces indicateurs ont été mis en place depuis une période qui varie, en moyenne, entre un et quatre ans. Lafarge prévoit d'achever la mise en place de son management EVA en 2000.

- *Avez-vous communiqué aux investisseurs des objectifs de création de valeur (selon l'un des critères ci-dessus) ?*

\* *Si oui quels sont-ils ?*

\* *Et quelles étaient leurs valeurs initiales (en prenant pour date-référence l'année correspondant au démarrage du processus de création de valeur) ?*

Le relèvement des objectifs de rentabilité apparaît avec évidence au travers de la plupart des réponses. AGF part d'un ROA de 5 % en 1996 et annonce 12 % pour 1999. Le CCF était à 11,8 % fin 1998 et vise 18 % en 2001. Accor s'engage sur 15 % de ROCE avant impôt dans les trois premières années de l'investissement. Lafarge attend l'achèvement de la mise en place de son management EVA pour annoncer des objectifs selon ce critère.

- *L'amélioration des performances en termes de création de valeur a-t-elle procédé :*
  - \* *D'une refonte significative de l'organisation et des pratiques managériales ?*

\* *Ou bien d'une intensification des pratiques antérieures avec « simple » travail de sensibilisation aux nouveaux indicateurs de performance ?*

Sur cette question importante pour juger du degré de « conversion » à l'EVA, les entreprises interrogées se partagent en deux groupes équivalents. ST Microelectronics, le CCF et les AGF reconnaissent n'avoir pas fondamentalement modifié leur organisation. Vivendi, Accor, et bien sûr Lafarge, déclarent au contraire avoir transformé radicalement leurs pratiques pour les adapter à un « management de la valeur ».

### **Économie de capital financier**

- *Avez-vous récemment conduit une opération de restitution de free cash flow aux actionnaires :*

\* *Par rachat d'actions ?*

\* *Par restitution directe ?*

Là encore, un premier groupe (AGF, CCF, Saint-Gobain, BNP), représentant la moitié de « l'échantillon », déclare avoir procédé à des restitutions de cash aux actionnaires (sous la forme de rachat d'actions).

**Question subsidiaire : l'intensité de la contrainte actionnariale**

- *Comment appréciez-vous en termes qualitatifs l'intensité de la contrainte actionnariale :*

*faible      assez forte      forte      très forte*

Toutes les entreprises interrogées s'estiment soumises à une contrainte actionnariale entre « forte » et « très forte ». L'identification conduite par le cabinet Carson-Europe pour le compte de L'Expansion (n° 608, 4-17 novembre 1999) donne :

CCF : 77 % d'actionnaires étrangers, 33 % d'actionnaires anglo-saxons ; Vivendi : (51,5 %, 27 %) ; Accor (48 %, 30 %) ; BNP : (45 %, 20,4 %) ; Saint-Gobain : (44 %, 27 %) ; Lafarge : (42 %, 32,5 %) ; ST Microelectronics : (35 %, 25 %)<sup>68</sup> ; AGF (25 %, 16 %)<sup>69</sup>.

---

68. Hors ST Microelectronics BV : 56,2%.

69. Hors Allianz : 51,5%.



