

# ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences Commerciales et  
Financières

Spécialité : Finance d'entreprise

THEME :

Création de valeur : stratégies  
et mesure

Cas : Alliance Assurances

Elaboré par l'étudiante :

BENABDERRAHMANE Oumnia

Encadrée par :

Maitre de conférences. KADDOURI Amar

Lieu du stage : Centre des Affaires El-Qods, Bloc LMNO, porte 14, 7ème étage, Chéraga Alger

Période du stage : du 17/04/2016 au 17/05/2016

Année universitaire : 2015/2016

## ***Remerciements***

*Au premier lieu nous tenons à remercier Dieu de nous avoir donné le courage et la volonté pour terminer ce travail.*

*Nos sincères remerciements vont à notre encadreur Monsieur KADDOURI Amar pour sa disponibilité, ses orientations et ses remarques précieuses.*

*Nous tenons aussi à remercier, notre encadreur de stage Monsieur BENHLIMA Abdullah pour son aide et pour sa précieuse contribution ainsi qu'aux cadres de la compagnie Alliance Assurances pour leur coopération tout au long de la période du stage.*

*Nos remerciements vont également à l'ensemble des enseignants de l'Ecole supérieure de commerce, à l'ensemble des enseignants de l'école préparatoire en sciences économiques et commerciales et sciences de gestion de Constantine, pour les efforts qu'ils ont fourni pour perfectionner notre formation.*

*Nos plus vifs remerciements vont à nos familles pour leurs soutien, leurs encouragements leur accompagnements durant nos études universitaires sur tous les plans.*

## **Dédicaces**

*Je tiens à dédier ce travail à mes très chers parents qui m'ont toujours encouragé, qui ont mis à ma disposition tous les moyens nécessaires pour que je réussisse dans mes études, à qui je présente ma reconnaissance éternelle et ma profonde gratitude pour les sacrifices qu'ils ont supporté et qui ne cesse de supporter.*

*A mon frère Mouhamed, à mes oncles et mes tantes, mes cousins et cousines*

*A mes sœurs de cœur Rokia, Manel, Raouia et Khouloud qui ont toujours été là pour moi, j'oublierai jamais nos moments ensemble.*

*Enfin, je dédie ce mémoire à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à réaliser ce projet de fin d'études.*

# Sommaire

<b>Introduction générale</b> .....	<b>A</b>
<b>Chapitre 1 : Fondements théoriques et stratégies de création de valeur</b> .....	<b>1</b>
Section 1 : Fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur.....	2
Section 2 : La gouvernance de l'entreprise .....	11
Section 3 : Le pilotage par la valeur.....	24
<b>Chapitre 2 : Mesure de la création de la valeur</b> .....	<b>37</b>
Section 1 : Détermination du coût des capitaux investis.....	38
Section 2 : L'estimation de la rentabilité des capitaux investis.....	49
Section 3 : Les modèles d'évaluation de la création de valeur.....	56
<b>Chapitre 3 : Etude de cas « La Création de valeur au sein d'Alliance Assurances ».....</b>	<b>71</b>
Section 1 : Présentation générale de la compagnie Alliance Assurances.....	71
Section 2 : Mesure de la création de la valeur actionnariale.....	80
Section 3 : Engagement Social et Environnemental et communication financière.....	99
<b>Conclusion générale</b> .....	<b>104</b>

## **Listes des tableaux :**

Tableau 1 : La formule économique du calculs des CI et NOPAT.....	55
Tableau 2 : Répartition du capital d'Alliance Assurances.....	72
Tableau 3 : Production globale du marché des assurances.....	81
Tableau 4: Calcul du NOPAT.....	84
Tableau 5 : Calcul des capitaux investis.....	85
Tableau 6: Amortissement des dépenses de formation.....	86
Tableau 7 : Amortissement des frais de marketing.....	86
Tableau 8: Amortissement du Goodwill.....	87
Tableau 9: La variation des provisions pour risques et sinistres.....	87
Tableau 10 : Calcul du CI et NOPAT retraités.....	88
Tableau 11 : Coût de la dette.....	90
Tableau 12 : Estimation du coût moyen pondéré du capital.....	91
Tableau 13 : Estimation de la création de valeur à Alliance Assurances.....	91
Tableau 14 : La valeur ajoutée économique prévisionnelle et la MVA.....	94
Tableau 15 : Calcul du TSR.....	94

## **Listes des figures :**

Figure 1 : La démarche du pentagone.....	10
Figure 2 : Les trois acteurs déterminants la gouvernance de l'entreprise.....	21
Figure 3 : Analyse du fonctionnement des différents régimes de gouvernance.....	22
Figure 4 : Liens de valeur actionnariale entre clients et investisseurs.....	24
Figure 5 : Cinq processus de valeur fondamentaux.....	25
Figure 6 : Plan de bonus indexé sur l'EVA.....	27
Figure 7 : Décomposition d'une entreprise en rivières de valeur.....	30
Figure 8 : Analyse concurrentielle et création de valeur.....	31
Figure 9 : La chaîne de valeur de Porter.....	32
Figure 10 : La droite de valeur.....	58
Figure 11 : Le modèle du Marakon associate.....	59
Figure 12 : Le modèle de FRUHAN-McKINSEY.....	60
Figure 13 : La variation de la MVA expliquée par les mesures de la performance.....	65
Figure 14 : L'organigramme de la compagnie.....	77
Figure 15 : Part de marché des compagnies d'assurances.....	81

## Liste des abréviations :

<b>Abréviation</b>	<b>Signification</b>
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Taxes
<b>APT</b>	Arbitrage Pricing Théorie
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CFROI</b>	Cash Flow Return on Investment
<b>CI</b>	Capitaux investis
<b>EVA</b>	Economic Value Added
<b>MBR</b>	Market To Book Ratio
<b>MEDAF</b>	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers
<b>MVA</b>	Market Value Added
<b>RCI</b>	Rentabilité des Capitaux Investis
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return
<b>VAN</b>	Valeur Actuelle Nette
<b>DCF</b>	Discounted Cash-Flows
<b>DF</b>	Dette financière
<b>CP</b>	Capitaux Propres
<b>V<sub>m</sub>(CP)</b>	Valeur Marchande des capitaux propres
<b>V<sub>m</sub>(D)</b>	Valeur Marchande de la dette
<b>IBS</b>	Impôt sur les bénéfices des sociétés
<b>VBM</b>	Value Based Management
<b>CAAT</b>	Compagnie Algérienne des Assurances
<b>SAA</b>	Société Nationale d'Assurance
<b>CAAR</b>	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance

## **Résumé :**

L'entreprise face aux nouvelles exigences des marchés financiers s'est orientée vers la création et la maximisation de la valeur pour ses actionnaires. Cette prérogative a été consolidée par l'apparition de normes de gouvernement d'entreprise qui constituent un véritable cadre institutionnel à la notion de création de valeur.

Pour devenir orientée création de valeur, l'entreprise doit adopter un système de gestion basé sur la valeur. Ce dernier ne peut être finalisé sans la définition préalable d'indicateurs permettant de fonder les stratégies, de simuler et de mettre en place des systèmes de rémunération incitatifs.

La démarche de la création de valeur fournit aussi une multitude d'outils et de modèles d'évaluation permettant d'apprécier les résultats et l'efficacité de la gestion et de renseigner l'actionnaire sur la rentabilité de ses investissements dans le passé et dans le futur.

## **Mots clés :**

Création de valeur ; actionnaire, gouvernance ; pilotage par la valeur ; système de gestion ; modèle d'évaluation, rentabilité.

## **Summary :**

The company in front of new requirements of financial markets turns to the creation and the maximization of the value for his shareholders. This privilege was strengthened by the appearance of standards of corporate governance with establish a real institutional framework in the notion of value creation.

To become directed value creation for the shareholder, the company has to adopt a management system based on the value. The latter cannot be finalized without the preliminary Definition of indicators allowing to base the strategies, to feign to set up incentive systems of remuneration.

The approach of the value creation also supplies a multitude of tools and models of evaluation allowing to appreciate the results and the efficiency of the management and to inform the shareholder about the profitability of its investments in past and in future.



**Keywords:**

Value creation, shareholder, governance, piloting by the value, management system; model of evaluation, profitability

Dans une économie moderne, caractérisée par les besoins croissants en fonds propres de l'entreprise, et la difficulté de levée de fonds due à la concurrence accrue sur les marchés des capitaux, la création de valeur actionnariale s'est imposée aujourd'hui comme un critère de performance apprécié par les investisseurs pour placer leurs fonds dans les entreprises les plus rentables.

La création de richesse équivaut à l'observation d'une rentabilité des capitaux investis, supérieure au coût des ressources mobilisées, pour le financement de l'activité.

En effet, l'actionnaire joue un rôle prépondérant dans ce contexte. D'une part, il assure l'approvisionnement de son entreprise en capitaux frais et d'autre part, il assume le risque résiduel de l'entreprise. La politique de dividende seule ne peut constituer une source de satisfaction pour l'investisseur, ce dernier, doit être également convaincu de l'appréciation de la valeur de ses actions.

Pour cette raison, la notion de création de valeur est devenue au fil des années un élément essentiel, intégré à la culture managériale de nombreuses entreprises. Tout dirigeant doit prendre en considération cette notion, il doit savoir que toutes les décisions prises auront un impact sur les choix des investisseurs, d'où l'introduction des indicateurs de la performance économiques et boursières permettant d'une part, la mesure de création de valeur et d'autre part, la confiance de marché.

C'est à partir d'une telle situation se découle **notre problématique** et qui s'annonce comme suit :

### **Comment peut-on déterminer les outils de pilotage permettant la création de valeur au sein des entreprises algériennes du point de vue d'un actionnaire ?**

La problématique posée nous amène à poser les questions suivantes :

- Quels sont les leviers de création de valeur ? Existe-t-il un système de pilotage basé sur la création de valeur ?
- Comment pouvons-nous mesurer la création de valeur actionnariale ? Disposons-nous des outils, des indices et des modèles permettant une estimation de la valeur créée ?

- Quels sont les modèles qui peuvent être appliqués dans le contexte algérien pour déterminer la création de valeur actionnariale ?

Pour répondre à ces questions nous suggérons les hypothèses suivantes :

- Un système de pilotage adéquat permet la création de valeur au sein de l'entreprise.
- Dans la création de valeur plusieurs outils, indices nous permettent de créer d'une façon estimative la valeur actionnariale.
- Plusieurs modèles de création de valeur sont cités par différents auteurs, mais le peu d'entre eux peut être appliqué sur les entreprises algériennes.

Pour arriver à confirmer ou infirmer ces hypothèses (ainsi pour répondre à la problématique posée), nous avons organisé notre travail en trois chapitres dont l'un constitue une étude de cas.

C'est ainsi que :

Le premier chapitre intitulé « Fondements théoriques et stratégies de création de valeur », nous allons présenter les fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur et les moyens dont disposent l'entreprise pour créer de la valeur pour ces actionnaires : en abordant le rôle de la gouvernance de l'entreprise, les étapes de mise en place d'un système de gestion par la valeur et enfin les leviers de création de valeur.

Dans le deuxième chapitre ayant comme titre « Mesure de la création de la valeur » nous examinerons les modèles et les méthodes de mesure de la création de la valeur actionnariale dans l'entreprise, tout en détaillant des formules de calcul des déterminants de la création de valeur à savoir : la rentabilité de capitaux investis et le coût du capital.

Le troisième chapitre sera consacré à une étude de cas. Notre cas pratique consistera en l'analyse de la création de valeur au sein d'Alliance Assurances.

Pour que ceci soit réalisable on a fait recours à quelques **méthodes de la recherche scientifique dont :**

- **La méthode descriptive :** pour faire une bonne définition du problème posé, et apporter le maximum d'informations sur le thème traité et aussi connaître le processus de création de valeur actionnariale.
- **Méthode analytique :** puisque le travail se base sur des données financières d'où on doit effectuer des analyses de ces données.

### **Intérêt de ce thème :**

Aujourd'hui, la création de valeur actionnariale est un thème qui suscite un intérêt croissant dans différents domaines des sciences de gestion : management stratégique, finance d'entreprise, comptabilité, contrôle de gestion, marketing suite à l'importance jouer par les actionnaires ainsi le retour du pouvoir à ces derniers

Le thème de création de valeur pour les actionnaires est devenu le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises car ces derniers doivent intégrer cette nouvelle exigence dans les stratégies de leurs entreprises.

### **L'objectif ultime :**

La finalité de cette recherche est de tracer le chemin permettant à la création de valeur d'être un outil de pilotage tout en apportant une clarification sur la notion de création de valeur et les meilleurs procédés pour sa mise en place sur le plan opérationnel.

## **Chapitre 1 : Fondements théoriques et stratégies de création de valeur**

La finance innove rarement. Elle reprend souvent des notions anciennes et les met au goût du jour. Ainsi, toute entreprise est créée dans le but de générer de la richesse, tout investissement est réalisé dans l'espoir de valoriser un apport, cela dit, toute la finance est basée sur le concept de la valeur.

La création de valeur est une problématique qui suscite aujourd'hui un intérêt croissant dans différents domaines des sciences de gestion : contrôle de gestion, management stratégique, marketing, finance d'entreprise, gestion des ressources humaines.

Sur un plan académique, cet intérêt est à l'origine de nombreuses recherches. Tandis que sur un plan pratique, le thème de la création de valeur est devenu le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises. Face aux mouvements de forte amplitude qui touchent les marchés, l'enjeu, à la fois économique et social, d'une bonne gouvernance implique de garantir le respect des droits des actionnaires.

Dans ce chapitre nous tenterons dans un premier lieu, de situer les contours théoriques de la création de valeur. Dans un second lieu, on évoquera les stratégies de création de valeur en abordant, d'une part l'importance d'une bonne gouvernance dans une entreprise et d'autre part, la méthodologie de mise n'œuvre d'un système de gestion, articulé sur la création de valeur.

Pour ce faire, notre chapitre comportera trois sections :

**Section 1 : Fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur ;**

**Section 2 : La gouvernance de l'entreprise ;**

**Section 3 : Le pilotage par la valeur.**

## Section 1 : Fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur

On présente dans cette première section les concepts fondamentaux de la valeur et de la création. Associer le terme de création à celui de valeur sous-entend que la création de valeur ne va pas de soi. Créer de la valeur, c'est la faire varier dans le sens de la hausse.

Selon **Savall et Zardet (1998)**, « *La création de valeur économique est au cœur de l'activité des organisations et au centre de leur vocation, de leur raison d'être et de leur stratégie* »<sup>1</sup>

### 1.1. Les fondements de la valeur :

#### 1.1.1. Définition de la valeur :

La valeur existe en tant que concept depuis que l'homme a commencé à commercialiser et à accumuler la richesse. Le mot valeur renvoie au « caractère désirable ou la qualité utilitaire, objective ou subjective d'une chose »<sup>2</sup>

Dans le domaine de la finance, la valeur d'un actif physique ou financier est appréciée par la valeur actuelle de l'ensemble des flux financiers qu'il permet de dégager dans le futur. Elle a constitué depuis toujours le centre des réflexions menées par les économistes et les analystes financiers car elle représente le premier critère à la base duquel les différentes décisions des dirigeants seront prises et appréciées

#### 1.1.2. Les approches fondamentales de la valeur :

##### a. L'approche objective :

Développée par les classiques (A. Smith, D. Ricardo, K. Max) ces auteurs cherchent à trouver un critère objectif, valable en tout temps et en tout lieu, qui permet de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose. Ils ont constaté que la valeur d'un bien ou d'un service peut s'expliquer par son coût de production

- **Adam Smith (1723-1790) :**

---

<sup>1</sup> <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00584448/document> ;

<sup>2</sup> BOGLIOLO.F, « La création de Valeur », Edition d'Organisation, Paris , 2000, p9

Adam SMITH adopte une théorie de la valeur : « Le travail est le fondement et l'essence des richesses ». Il distingue valeur d'usage et valeur d'échange ; la valeur d'usage de quelque chose est liée à son utilité, le besoin qui est ressenti pour lui ; la valeur d'échange est son prix.

De plus il constate que la valeur d'usage et la valeur d'échange ne sont pas corrélées : c'est le fameux paradoxe de l'eau et de diamant.

Smith affirme que la valeur d'un bien est égale à la qualité de travail que ce bien permet de commander.

- **David Ricardo (1722- 1832) :**

Dans son ouvrage « Principe de l'économie politique et de l'impôt » publié en 1817 David Ricardo (économiste anglais) constate que si une heure de travail est toujours équivalant à une heure, sa valeur d'échange (le salaire) n'est pas constante pour la même durée, le salaire est variable.

Pour Ricardo, la valeur des produits ne dépend pas des conditions d'échange, elle est intrinsèque aux objets<sup>3</sup>.

- **Karl Marx :**

Marx adhère la théorie de la valeur travail ce qui le place incontestablement dans la lignée de Ricardo. Mais sa conception de la valeur-travail devient assez différente de celle de Ricardo

Le travail humain selon Max, est un travail utile ou travail concret, déterminé par les caractéristiques spécifiques de la production à laquelle il est affecté. D'après Max, le travail a une seconde dimension, appelé travail abstrait ou social, il a le caractère d'une dépense de force humaine.

### **b. Une approche subjective :**

Ces fortes théories anciennes ont été découvertes à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle lorsque les marginalistes ont pris le contre-pied de l'analyse marxiste.

Pour eux le fondement de la valeur se fait du côté du consommateur et non plus du côté producteur.

---

<sup>3</sup> Kerzabi.A, « Surplus économique et entreprise », thèse de Doctorat d'état en sciences économiques, commerciales et de gestion, faculté de science commerciales, Tlemcen, 2005,P.20

Pour un individu rationnel, qu'il soit consommateur ou producteur ce qui compte, c'est la satisfaction que procure le bien à ses destinataires. C'est la valeur fondé sur l'utilité (utilité marginale) du bien qui est-elle même dépend essentiellement de la rareté.

### **1.1.3. La triade de la valeur intégrale :**

La valeur intégrale est composée de trois modules<sup>4</sup> : La valeur stratégique, la valeur comptable et la valeur organisationnelle. On définit dans cette section ces trois composantes de la valeur.

#### **a. La valeur comptable :**

La valeur comptable ou patrimoniale tirée du bilan dépend des estimations approximatives, notamment des dépréciations subies par les actifs.

Les capitaux propres comptables ne donnent pas la vraie valeur créée. L'obtention d'une valeur proche de cette dernière nécessite des retraitements. Sur le plan théorique, la juste valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle du cumul des flux de trésorerie attendus de cet actif dans le futur. Mais le choix des éléments de calcul (horizon temporel, prévision des flux de trésorerie, taux d'actualisation) se heurte à des difficultés techniques. L'évaluation en juste valeur comporterait selon ses partisans trois principaux avantages :

- Une plus grande objectivité dans la mesure ;
- Une fourniture d'une meilleure information sur les performances présentes et futures et donc une plus grande pertinence ;
- Un meilleur contrôle des dirigeants par les actionnaires.

Cependant, la juste valeur comporte une limite : son extrême volatilité, en particulier au sein des établissements bancaires.

#### **b. Valeur organisationnelle :**

---

<sup>4</sup> L.CAPPELLETTI et D.KHOUATRA, « Concepts et mesures de la création de valeur organisationnelle », Comptabilité-contrôle- Audit, Tome- volume1, 2004, P.129.



La valeur organisationnelle d'une entreprise est définie comme étant la qualité de son management et de son fonctionnement. L'hypothèse associée admet que la création de valeur organisationnelle contribue à la survie de l'entreprise<sup>5</sup>

La capacité à créer de la valeur organisationnelle pour l'entreprise réside dans sa capacité à réduire ses coûts de fonctionnement. D'après *V.Loye(1998)*, elle repose ainsi sur une compétence organisationnelle, c'est-à-dire, une disposition à gérer et à organiser.

D'après la théorie des coûts de transaction, l'entreprise cherche à minimiser ses derniers ainsi que ses coûts d'organisations.

La théorie socio-économique des organisations propose une mesure socio-économique de la qualité du management et de fonctionnement d'une entreprise. Selon l'hypothèse que la création de valeur organisationnelle correspond à une amélioration de la qualité du management et de fonctionnement d'une entreprise (*Van Loye, 1998*), on peut mesurer la création de valeur organisationnelle selon cette approche.

### **c. La valeur stratégique :**

Les investisseurs s'intéressent davantage à cette valeur, plus particulièrement dans le cas des acquisitions et des alliances ; elle se définit comme étant le reflet de la valeur perçue de l'entreprise indépendamment de sa valeur patrimoniale. Elle se diffère de celle-là par la prise en considération des synergies industrielles ou commerciales résultantes du rapprochement de deux entreprises, c'est pour cela elle est généralement supérieur à la valeur patrimoniale.

*F.Modigliani et M.Miller ( 1961, 1966)* étaient à l'origine de cette approche, selon eux la valeur d'une entreprise est la somme des deux composantes , la valeur des actifs existants et la valeur de croissance engendrée par un avantage concurrentiel :

**Valeur théorique de l'entreprise = valeur des actifs existants + valeur de croissance**

Tel que :

**Valeur des actifs existants correspond à :**

---

<sup>5</sup> L.CAPPELLETTI et D.KHOUATRA, Op.cit, P.129

- Espérance des NOPAT actualisé au coût moyen pondéré du capital
- La valeur de marché de la dette diminué de l'économie d'impôt résultant de l'endettement

**Valeur de la croissance quant à elle correspond à :**

$$I \times E (CF) \times n \times \left[ \frac{(r-k) \times (1-k)}{k} \right]$$

**r** : le taux de rendement des capitaux investis ;

**k** : le CMPC ;

**I** : le taux d'investissement ;

**n** : intervalle d'avantage concurrentiel c'est-à-dire, la période pendant laquelle  $r > k$

De son côté, **Porter** propose une autre approche pour la valeur stratégique, une entreprise crée de la valeur grâce à ses compétences et à savoir-faire. Elle a donc intérêt à évaluer et à surveiller chacun des maillons de la chaîne de valeur, afin d'accroître ses avantages compétitifs ou d'en développer de nouveaux. Pour ce faire, des outils tels que l'ABC<sup>6</sup> seul ou couplé avec l'ABM<sup>7</sup>, *le reengineering*, le tableau de bord prospectif (*Balanced Scorecard*) et le *Benchmarking* peuvent se révéler précieux.

### 1.2.La notion de création de valeur

L'histoire de la création de la valeur remonte aux années cinquante et soixante. Ce concept de création de valeur doit son apparition et son développement aux travaux de recherche élaborés d'abord par Markovitz (1952) et Modigliani(1958) et par la suite Fruhan (1979) et Rapaport (1986). D'autres travaux menés durant les années 90 sont venus proposer et approfondir des modèles de création de valeur.

Bogliolo définit la création de valeur comme suit : « la création de valeur est un système intégrale de gestion, elle imprègne tous les aspects de l'entreprise depuis sa mesure de

<sup>6</sup> ABC : Activity Based Costing, c'est une méthode de gestion de la performance qui permet de comprendre la formation des coûts et les causes de leurs variations.

<sup>7</sup>ABM : Activity Based Mangement

performance jusqu'à ses systèmes de rémunération en passant par ses prises de décisions stratégiques et opérationnels »<sup>8</sup>.

Du point de vue financier l'objectif ultime d'une entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité réalisé est supérieur au taux de rentabilité exigé par les actionnaires compte tenu du risque encouru par l'entreprise.

### **1.2.1. Apparition et développement des différentes formes de création de valeur :**

La création de valeur est au cœur des préoccupations des dirigeants, derrière cette notion théorique centrale dans la société se cachent diverses conceptions de la valeur qui se différencient notamment en fonction des destinataires de la valeur créée.

On distingue principalement deux grandes approches de la création de valeur; à savoir les stakeholders<sup>9</sup> et les shareholders<sup>10</sup>.

#### **a. La stakeholder value :**

D'après Freeman « les stakeholders correspondant à tout groupe ou individu, qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs de l'entreprise »<sup>11</sup>.

Cette conception de valeur partenariale élargie aux différents partenaires de la société, est conforme à la vision pluraliste de la firme qui prône une répartition équitable entre les parties prenantes. Les partisans de cette approche considèrent qu'il est erroné de privilégier les intérêts d'un partenaire en particulier et de faire passer ceux des autres au second plan dans la mesure où les décisions stratégiques de l'entreprise ont des répercussions sur l'ensemble de ses parties prenantes.

Il est donc légitime que ces derniers retirent un intérêt en contrepartie de leur participation au fonctionnement de l'entreprise. Cette dernière devra s'assurer de la satisfaction de son client dans la mesure où l'existence de l'entreprise est subordonnée à l'existence du client, elle doit

---

<sup>8</sup> F. BOGLIOLO, « La Création de Valeur », Editions d'Organisation, Paris, 2000, p11

<sup>9</sup> Stakeholders est un terme anglais désignant les parties prenantes

<sup>10</sup> Shareholders désigne les actionnaires en anglais

<sup>11</sup> P. JAUNET, « La création de valeur : approche financière ou managériale », Penser l'entreprise, N° 3, Janvier 2002.

donc mettre à sa disposition des produits qui répondent à ses attentes avec un meilleur rapport qualité/prix. On peut dire que la création de valeur pour le client se mesure par la différence entre le coût d'opportunité (le prix pour lequel il est prêt à payer) et le prix du bien ou du service.

Les fournisseurs se créent de la valeur si l'entreprise leur paie des marges plus importantes et réduit les délais de paiement. Les managers et les salariés, quant à eux, bénéficient de la création de valeur lorsqu'ils perçoivent une meilleure rémunération.

### **b. La shareholder value :**

Sous la pression croissante de la communauté financière internationale, les entreprises mettent la valeur actionnariale au centre de leurs préoccupations, cette dernière a été développée au début des années 80 aux Etats Unis.

La valeur dont traite la littérature en finance d'entreprise est souvent une valeur financière pour l'actionnaire. D'après la théorie financière, les dirigeants de l'entreprise doivent agir selon l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires par création de valeur

Le concept de création de valeur actionnariale s'insère dans une optique de gestion dite « moniste » puisque elle considère que l'actionnaire, propriétaire exclusif de l'entreprise, et le place au centre de ses préoccupations stratégiques.

Une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse leur coût. La valeur actionnariale correspond alors à la valeur économique d'une entreprise après déduction de ses dettes.

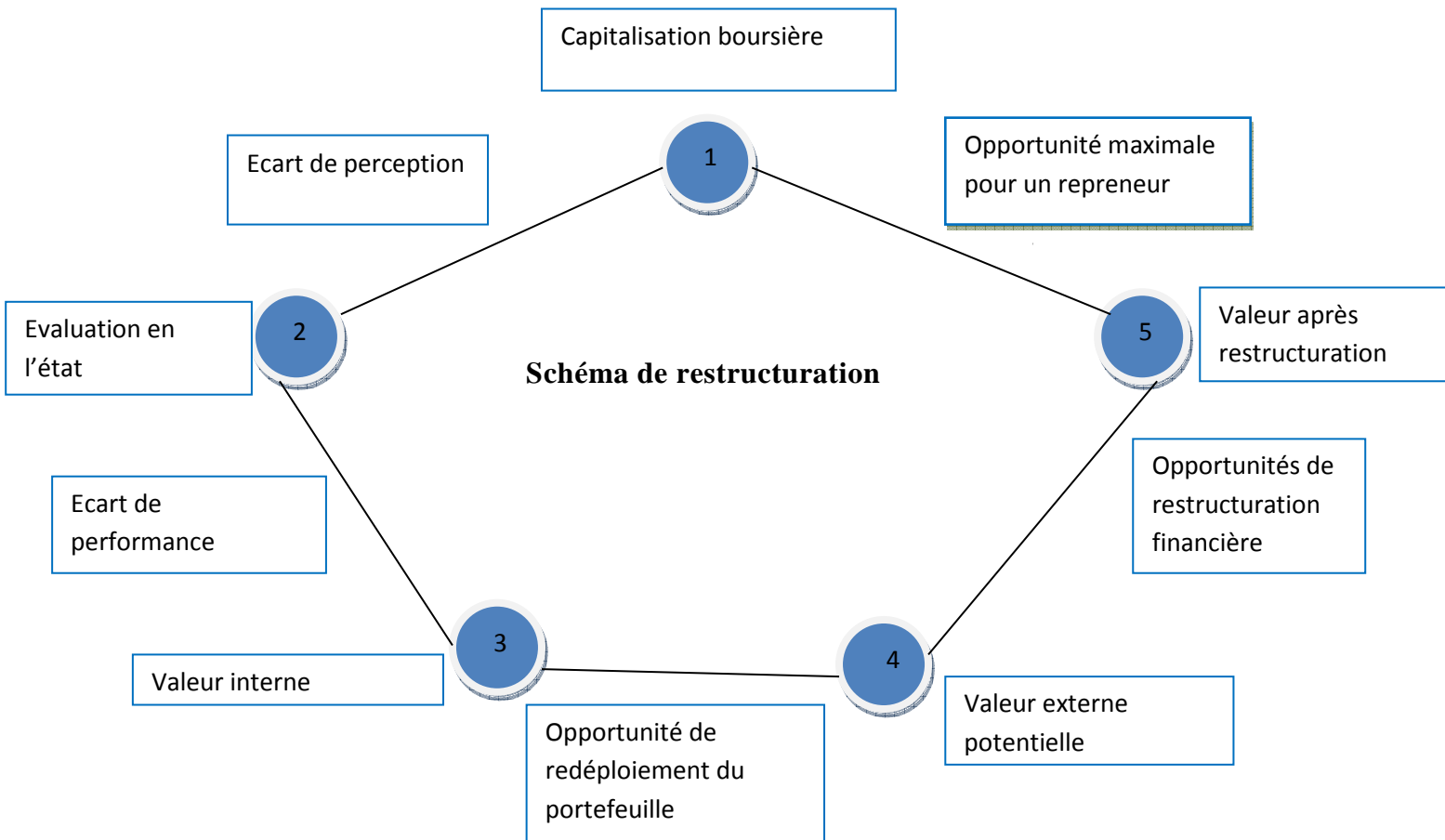
Cette définition est articulée sur deux concepts clés qui vont être plus détaillés dans le deuxième chapitre à savoir : le coût et la rentabilité des capitaux, ceux-ci sous-entendent l'existence d'un coût d'opportunité pour les actionnaires et affirment que l'entreprise doit dégager des rendements supplémentaires pour éviter que les actionnaires aient une politique de désinvestissement qui mènera par la suite à une destruction de la valeur pour toutes les parties prenantes de l'entreprise.

### 1.2.2. La démarche du pentagone :

Le cabinet McKinsey propose une démarche séquentielle qui permet de cerner toutes les potentialités de la création de valeur stratégique, cette démarche est composée de cinq étapes :

- Valeur actuelle du marché : elle est fondamentale, et égale à la capitalisation boursière ;
- Valeur « en l'état » : c'est la valeur économique actuelle des cash-flows futurs actualisés, lorsque les marchés sont efficients, cette valeur est proche de la valeur actuelle du marché ;
- Valeur interne potentielle : elle résulte des améliorations opérationnelles possibles à périmètre d'activité constant : augmentation du chiffre d'affaires, amélioration des marges ;
- Valeur externe potentielle : elle est dégagée suite à l'adoption de stratégies de déploiement ou de recentrage qui se traduisent soit par la cession des unités non rentables pour l'entreprise, soit par l'acquisition de nouvelles unités pour une activité plus rentable ;
- Valeur après restructuration : c'est la valeur issue de l'ensemble des restructurations qui peuvent avoir un impact significatif sur la valeur économique, telles que les restructurations du capital : ratio d'endettement

Figure 1 : Démarche du pentagone



**Source** :COPELAND.T, COLLER.T, MURRIN.J, « La stratégie de la valeur », Ed d'Organisation, Paris, 2002, p.37

Après avoir présenté les fondements de base de la création de valeur on s'intéresse dans les sections suivantes aux moyens dont dispose l'entreprise pour la maximisation de la richesse des actionnaires à savoir : la gouvernance de l'entreprise et les leviers de création de valeur.

## Section 2 : La gouvernance de l'entreprise

Le concept de la gouvernance renvoie directement à l'influence des décisions stratégiques sur la création de la valeur. La mise en place d'un système efficace de gouvernance se justifie par le conflit naissant de la séparation existant entre le pouvoir de la propriété (actionnaire) et celui de la gestion (dirigeants).

Dans une acceptation large, la gouvernance représente l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise.

Cette approche a vu le jour au début des années 1990, elle s'est développée à un rythme soutenu à la suite des scandales financiers mémorables (Enron, Worldcom.....).

### 2.1. Les principales composantes d'une gouvernance raisonnable :

*« La gouvernance de l'entreprise est un ensemble de dispositions légales, réglementaires ou pratiques qui délimite l'étendue du pouvoir et des responsabilités de ceux qui sont chargés d'orienter durablement l'entreprise. Orienter l'entreprise signifie prendre et contrôler les décisions qui ont un effet déterminant sur sa pérennité et donc sa performance durable »<sup>12</sup>*

Une panoplie de textes et de lois sont à l'origine de l'émergence des pratiques de bonne gouvernance, lesquels proposent des réformes utiles pour la gouvernance des l'entreprises, de par différents codes et règles. Les principes qui sous-tendent les codes de « bonne » gouvernance ont été largement influencés par les nouvelles données du capitalisme, qui sont basés sur une théorie économique, dite théorie néolibérale et en particulier la « théorie de l'agence ».

#### 2.1.1. La théorie de l'agence :

Développée aux Etats-Unis à partir des années 1970, cette théorie a été dominante dans la recherche et la formation en gouvernance mais aussi dans la pensée commune des régulateurs, depuis les années 1980 jusqu'à la crise de 2007

---

<sup>12</sup> Pierre-Yves Gomez, « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises », I.F.G.E-EM Lyon business School ;Mai 2015

Elle est présentée par Quintard : « la théorie de l'agence est bâtie sur une réflexion réaliste. Les différents partenaires de la vie de l'entreprise (en l'occurrence, les dirigeants, les actionnaires et les créanciers 'financiers' ), pris séparément, ont des objectifs et des intérêts spécifiques qui ne sont pas nécessairement conciliables d'une manière spontanée ; il y a en conséquence des occasions de conflits entre eux, d'autant plus que le fonctionnement de l'entreprise moderne, fondé sur la séparation entre la propriété et le pouvoir, requiert que la gestion soit confiée aux dirigeants par les fournisseurs de fonds »<sup>13</sup>

De façon plus schématique, on parlera de relation de mandat entre deux personnes dès lors que l'une d'entre elles, appelée mandataire(ou agent) exerce une activité pour le compte du mandant. Ce qui implique une délégation de la prise de décision au mandataire. Cette définition permet d'inclure des domaines aussi variés que la résolution des conflits entre :

- Actionnaires dirigeants/ actionnaires non dirigeants ;
- Dirigeants non actionnaires/ actionnaires ;
- Créanciers/ actionnaires.

L'existence de fonctions d'utilité différentes pour les actionnaires et pour les dirigeants conduit à l'hypothèse d'un opportunisme des dirigeants qui selon Barney peut être scindé en :

**Opportunisme managériale**, qui résulte des actions menées par le dirigeant visant à remettre en cause la création de la valeur escompté ;

**Opportunisme compétitif**, qui se manifeste par exemple, par l'aptitude des dirigeants à quitter l'entreprise faisant l'objet de financement, pour en créer une autre dans le même secteur.

### 2.1.2. La théorie d'enracinement des dirigeants :

L'enracinement traduit la volonté de l'agent de s'affranchir, au moins partiellement, du contrôle des actionnaires, afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants, soit sous forme de rémunération en espèces, soit sous forme d'avantages en nature.

---

<sup>13</sup> P.VERNIMMEN, « Finance d'entreprise », Edition Dalloz, Paris, 2012, p.652



Le dirigeant dispose de trois mécanismes principaux pour opérer son enracinement :

- Les investissements spécifiques aux dirigeants ;
- La manipulation de l'information par les dirigeants ;
- Les réseaux relationnels.

### a. L'investissement dans des actifs spécifiques :

Le dirigeant réalise des investissements spécifiques<sup>14</sup> ou opportunistes, afin de modifier son environnement et ainsi transformer ses relations de pouvoir avec les actionnaires ou les partenaires de l'entreprise.

R.Morck, A.Shleiffer et R. W. Vishny montre que les dirigeants disposent de trois types d'investissements opportunistes afin de s'enraciner :

#### • L'investissement par diversification :

La stratégie de diversification suivie dans la firme s'inscrit dans le cadre de la diversification du patrimoine du personnel et des dirigeants. Ces derniers réduisent leur propre risque global en diversifiant les acquisitions de la firme.

Dans ce sens, E. F.Fama explique que les dirigeants sont tentés d'entreprendre même des investissements peu rentables. En outre, les dirigeants peuvent parfois opérer une diversification dans le domaine où ils possèdent un avantage managérial comparatif afin de renforcer leur enracinement.

#### • Les investissements de croissance :

La stratégie de croissance permet aux dirigeants de s'enraciner de différentes manières. D'abord, l'investissement de croissance accroît la complexité de l'activité, ce qui met alors en valeur le savoir-faire du dirigeant. De plus, les dirigeants veillent à conserver le soutien des cadres de la firme. Pour ce faire, ils leur accordent des promotions internes par le biais de la mise en place de stratégies de croissance externe.

#### • Les achats de rentabilité :

---

<sup>14</sup> Un investissement est dit spécifique au dirigeant quand il subit une perte de valeur en cas de licenciement du dirigeant.

Les dirigeants souhaitant se valoriser aux yeux des actionnaires, peuvent être tentés par l'acquisition des firmes performantes afin d'améliorer la rentabilité globale de la firme qu'ils dirigent. Ils sont parfois prêts à surpayer ces acquisitions afin d'arriver à leur fin.

**b. La manipulation de l'information :**

La manipulation de l'information représente une stratégie privilégiée d'enracinement pour les dirigeants. En effet, *Stiglitz* et *Eldin* (1992) ont remarqué dans leur modèle, que les dirigeants cherchent à maximiser leur revenu et profitent de leur avantage informationnel pour s'approprier des rentes.

*Hirshleifer* (1993) distingue trois catégories de manipulation de l'information :

- La première vise à améliorer les indicateurs de performance à court terme, de façon à créer un biais de visibilité.
- La deuxième a pour but d'avancer l'arrivée de nouvelles favorables et de retarder celles défavorables

Enfin, la troisième est liée aux comportements d'imitation ou de différenciation, qui consistent soit à copier les décisions des dirigeants les plus réputés, soit à éviter d'être assimilé aux dirigeants les moins compétents.

**c. Les réseaux relationnels :**

Ce taux moyen d'enracinement est celui des réseaux relationnels (formels et informels) développés par les dirigeants. Ce moyen se base sur des contrats explicites ou implicites conclus par le dirigeant avec les différents acteurs intervenants dans la vie de la firme.

**• Les contrats explicites :**

Un contrat est dit explicite lorsque « *son existence est connue de tous les partenaires* »<sup>15</sup>. Le dirigeant peut utiliser ce type de contrat pour s'enraciner. Il s'agit par exemple des contrats

---

<sup>15</sup> F.PARRAT, « Le gouvernement d'entreprise », Ed. Maxima, Paris, 1999, p.71.

comportant des clauses dites «parachutes dorés»<sup>16</sup> en vertu desquelles l'entreprise doit verser une indemnité au dirigeant en cas de sa révocation anticipée.

Etant donné l'importance de certains parachutes dorés, les actionnaires préfèrent parfois maintenir l'équipe dirigeante au fait de supporter le coût de son remplacement.

- **Les contrats implicites :**

Ils ne sont pas connus de toutes les parties prenantes de l'entreprise. *P. Milgrom et J. Robert* les définissent comme étant : « *des accords qui ne revêtent pas une forme légale mais qui lient les parties, en ce qui concerne leurs comportements respectifs* »<sup>17</sup>. Leur caractère informel renforce l'enracinement des dirigeants sans que les actionnaires s'en rendent compte. Il peut s'agir des relations contractées avec notamment les salariés, les fournisseurs et les créanciers qui se traduisent par des promesses sous forme d'avantages en contrepartie du soutien aux dirigeants.

Face à ce comportement opportuniste et dans le souci de préserver l'intérêt de l'actionnaire, la théorie de l'agence propose un nombre de mécanismes permettant de contrôler les dirigeants et d'aligner leur comportement sur l'objectif de maximiser la richesse pour l'actionnaire.

## **2.2. Résolution des problèmes d'agence :**

La théorie de l'agence considère comme inévitables les conflits entre les parties prenantes des entreprises, notamment, entre les dirigeants et les actionnaires. Son hypothèse centrale est que tous les acteurs de la gouvernance ont des intérêts privés différents, qu'ils cherchent à maximiser de manière opportuniste éventuellement les uns contre les autres – d'où les conflits possibles.

Les partisans de cette théorie mettent à la disposition de la firme un certain nombre de mécanismes de contrôles qui visent à réduire la divergence d'intérêt potentielle entre l'actionnaire et le dirigeant, et limiter ainsi le comportement opportuniste de ce dernier.

---

<sup>16</sup> Le parachute doré ou golden parachute constitue une clause contractuelle qui fixe les indemnités, versées au dirigeant lors d'une éviction, d'un remerciement, d'une fusion, ou encore lors d'un départ volontaire et programmé. Ces primes sont très élevées et souvent jugées astronomique.

<sup>17</sup> F.PARRAT, « Le gouvernement d'entreprise », Ed. Maxima, Paris, 1999, p.70.

### 2.2.1. Les coûts d'agence :

Les auteurs, à l'instar de *Jensen et Meckling* (1976), distinguent trois types de coûts :

- a. **Des coûts de surveillances** « Monitoring costs » correspondant aux dépenses de contrôle consenties par le mandant pour s'assurer des objectifs et la gestion du mandataire (mise en place de procédures de contrôle, de systèmes d'audit, rémunération des mandataires...). C'est le coût des « stock-options qui, lorsqu'elles sont exercées, conduisent à l'émission d'actions à un prix inférieur à la valeur de l'action du moment ;
- b. **Des coûts de dédouanement** « Bounding costs » engagés par le mandataire et supporté par le mandant dans le but de rassurer ce dernier sur la qualité de la gestion (édition de rapports annuels..) ;
- c. **Des coûts résiduels** « Residuel costs », incluant notamment les coûts d'opportunité, ils sont représentatifs d'une perte d'utilité<sup>18</sup>.

### 2.2.2. Les mécanismes de contrôle et d'incitation dans la relation actionnaire/dirigeant :

Pour limiter l'impact des conflits d'intérêts, les actionnaires utilisent pleinement les outils d'incitation, à l'encontre de l'équipe dirigeante (management).

On s'intéresse à l'analyse des mécanismes permettant de diminuer ou de contrôler les conflits d'intérêts au sein des entreprises. Ces mécanismes peuvent être répartis en deux types : les mécanismes internes aux entreprises, tels que le conseil d'administration, la politique de rémunération ou encore la présence d'actionnaires importants, et les mécanismes externes aux entreprises, tels que les offres publiques d'achat (OPA), les marchés financiers et le système légal.

---

<sup>18</sup> Les actionnaires qui ont des anticipations rationnelles, n'accepteront pas de payer les actions au prix initial, mais à leur nouvelle valeur d'équilibre, entraînant une diminution de valeur de l'entreprise représentative d'un risque résiduel.

**a. Les outils incitation de management :**

L'octroi de rémunération variable, d'actions de performance ou de stock-option fait que les dirigeants aient un intérêt financier qui coïncide avec celui des actionnaires. En effet, les stocks) option étant des options d'achat ou de souscription à des actions à un prix fixe, les dirigeants ont donc un intérêt financier direct à ce que la valeur des actions de leur entreprise s'élève puisqu'ils pourront réaliser des plus-values importantes. L'objectif recherché étant d'aligner la gestion de l'entreprise sur les impératifs de la création de valeur.

Néanmoins, les stock-options ont été critiquées en raison de leur vision « court-termiste » qu'elles induisent parfois qui peut mener des dirigeants à occulter certains éléments dans la communication financière, voire, dans des cas extrême, à envisager la fraude. D'où le développement de produits alternatifs : attribution d'actions gratuites, paiement d'une partie de la rémunération en actions... ou le durcissement des conditions de levée des stock-options et de cession des actions sous-jacentes<sup>19</sup>.

**b. Les mécanismes de contrôle :**

A la différence des mécanismes incitatifs qui servent à motiver les dirigeants, les mécanismes de contrôle se doivent de sanctionner toute déviation de l'objectif de sauvegarde des intérêts de l'actionnaire. Il s'agit en effet des :

**• Mécanismes de contrôle interne :**

Selon J.CABY et G.HIRIGOYEN, les principaux mécanismes internes que les actionnaires peuvent mettre en œuvre pour mieux contrôler leurs dirigeants sont :

**- L'existence d'un actionnaire majoritaire :**

C'est le cas d'un actionnariat qui assure le contrôle total de la société, le conflit d'agence classique est réduit, voire inexistant. Mais il est remplacé par un conflit d'agence entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires.

---

<sup>19</sup> L'Oréal a décidé en 2012 de supprimer les stock-options et de les remplacer par des actions gratuites, dites de performance.

La géographie du capital joue un grand rôle dans l'efficacité du contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants. Deux catégories d'entreprises ressortent en matière de type de géographie de capital et de contrôle par leurs actionnaires<sup>20</sup>:

- *Les entreprises familiales* : leurs performances sont supérieures à la moyenne pour des raisons de transparence et de confiance entre actionnaires d'une part, et entre actionnaires et dirigeants d'autre part ;
- *Les entreprises dont le capital est fortement détenu par les investisseurs institutionnels* : sont également très bien contrôlées. Compte tenu des masses financières que représentent ces institutions, elles font intervenir leur droit de vote et participent fortement à la surveillance des sociétés dont elles sont actionnaires.

#### - La politique d'endettement :

L'endettement joue un rôle important puisqu'il agit comme une contrainte sur les dirigeants, les poussant à maximiser les flux de trésorerie afin de leur permettre de faire face aux intérêts et aux échéances à rembourser, faute de quoi l'entreprise fait faillite et les dirigeants perdent leur travail. D'une certaine façon, l'endettement est la version moderne du *fouet des mines et des fermes de l'Antiquité*<sup>21</sup>.

#### - La surveillance mutuelle des salariés :

Le marché les évalue en fonction de la performance de l'entreprise dans laquelle ils travaillaient.

Le rôle du marché de travail est d'évaluer le capital humain, or cette évaluation est reliée à la performance de l'entreprise. Etant donné que les salariés souhaitent préserver leur travail, ils sont donc amenés à sauvegarder leur réputation. Afin que leurs compétences soient bien appréciées par le marché de travail, chacun d'entre eux doit veiller en permanence à la bonne gestion de leur entreprise et à surveiller le comportement de leurs dirigeants.

#### - La structure du conseil d'administration :

---

<sup>20</sup> J.CABY et G.HIRIGOYEN, « Création de valeur et gouvernance d'entreprise », Edition Economica, Paris, 2001.

<sup>21</sup> P.VERNIMMEN, Op.cit, p.653.

Le conseil d'administration a une fonction essentiellement de gestion et de contrôler la performance des dirigeants et pour évaluer et ratifier leurs décisions. En outre, son efficacité dépend fortement de sa constitution, sa structuration, la présence d'administrateurs indépendants, et enfin, le cumul des fonctions de président du CA et de directeur général.

- **Les comités émanant du CA :**

Le conseil d'administration crée des comités spécialisés afin de l'éclairer sur les sujets sensibles. 90 % des sociétés du CAC 40 disposent d'un comité d'audit<sup>22</sup>, qui a pour tâche de s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes, et de vérifier que les procédures internes de contrôle fonctionnent correctement.

• **Mécanismes de contrôle externe :**

- **La concurrence des autres firmes :**

Si les dirigeants prennent des décisions en fonction de leurs propres intérêts, cela affectera négativement leur compétitivité, il en résultera une hausse des coûts de production et donc une baisse de la rentabilité. C'est ce risque qui diminue l'opportunisme des dirigeants.

- **Le marché financier :**

En 1965, *H.Manne*<sup>23</sup> soulignait que le libre fonctionnement du marché financier constitue le contrôle le plus efficace des grandes entreprises. En premier lieu, il sanctionne la qualité des décisions stratégiques de l'équipe dirigeante, notamment à travers la valeur en bourse, exemple donnée d'un actionnaire mécontent voulant liquider ses titres, entraînant ainsi une baisse du cours de bourse.

En deuxième lieu, il sanctionne les performances insuffisantes, par des menaces ou des exécutions de prise de contrôle externe (OPA<sup>24</sup>), qui engendrent dans la plupart des cas la révocation de l'équipe dirigeante.

- **Le marché du travail des dirigeants :**

---

<sup>22</sup> Enquête réalisée par KPMG, 2002

<sup>23</sup> H.Manne; "Merger and the market for corporate control"; Journal of political economy; cité par FREDERIC.

<sup>24</sup> Offre publique d'achat.

Les managers d'une entreprise peuvent à tout moment perdre leur emploi; ils sont donc constamment évalués par leurs pairs sur le marché du travail.

Les dirigeants ont intérêt à mettre en valeur leurs compétences en matière de gestion, ils sont conscients qu'ils doivent agir dans l'intérêt des actionnaires en affichant un comportement irréprochable.

### 2.3. Les différents régimes de gouvernance :

Quelle que soit l'entreprise considérée, trois pouvoirs sont impliqués dans sa gouvernance : le pouvoir souverain, le pouvoir exécutif et le pouvoir de surveillance.

- **Le pouvoir souverain** : il doit assumer la continuité de l'entreprise en confirmant, en dernier ressort, son orientation et en légitimant ceux qui en décident. Dans un système capitaliste, ce pouvoir est généralement détenu par les actionnaires.

- **Le pouvoir exécutif** : il définit les stratégies et met en œuvre les décisions opérationnelles qui orientent l'entreprise, dans le cadre de la légitimité et selon les pouvoirs conférés par les précédents. Ce pouvoir est assumé par « les dirigeants ».

- **Le pouvoir de surveillance** : il garantit que l'exercice du pouvoir exécutif est compatible avec l'intérêt général de l'entreprise, sa pérennité et sa performance durable. Ce pouvoir est assumé par les mandataires sociaux, membres des conseils d'administrations, de surveillance ou assimilés selon les types d'entreprises.



Figure 2 : Les trois acteurs déterminant la gouvernance de l'entreprise



*Source : Pierre-Yves Gomez, Op.cit, p.17.*

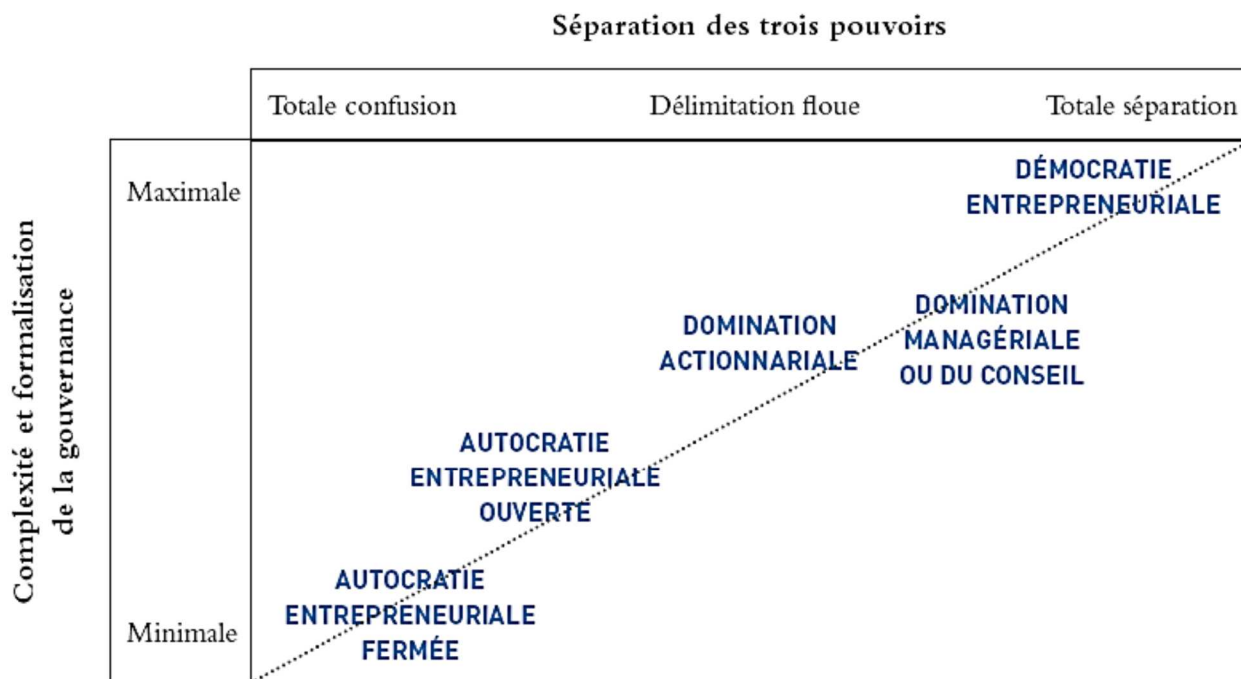
L'articulation entre ces trois pouvoirs définit la manière dont l'entreprise est gouvernée

Les régimes de gouvernance dépendent de la manière dont chaque pouvoir est exercé soit de manière forte, soit de manière faible. Selon les configurations, six régimes de gouvernance peuvent être définis :

- **L'autocratie entrepreneuriale fermée** : lorsque les trois pouvoirs sont exercés par le même acteur.
- **L'autocratie entrepreneuriale ouverte** : lorsque le pouvoir souverain est partiellement détenu par des actionnaires minoritaires qui n'exercent pas les autres pouvoirs.
- **La domination actionnariale** : lorsque les actionnaires sont puissants et influents mais n'exercent pas directement le pouvoir exécutif.
- **La domination managériale** : lorsque les actionnaires sont peu puissants et peu influents et que le pouvoir exécutif bénéficie d'une forte autonomie réelle.

- **La domination du conseil** : lorsque les « actionnaires » sont peu puissants ou peu influents, et que le pouvoir exécutif a peu d'autonomie réelle.
- **La démocratie entrepreneuriale** : lorsque les trois pouvoirs sont parfaitement séparés et effectivement exercés par des acteurs différents

Figure 3 : Analyse du fonctionnement des différents régimes de gouvernance



*Source* : Pierre-Yves Gomez, Op.cit, p.46.

#### 2.4. Les principales recommandations :

Se sont ajoutées au strict cadre réglementaire et législatif des recommandations regroupées dans des rapports ou codes de bonne conduite diligentés et rédigés selon le pays par les instances patronales, des associations d'investisseurs, des gouvernements ou agences gouvernementales, les bourses..., Tous ces codes restent des recommandations uniquement et non des textes juridiquement contraignants.

On constate que les principales recommandations en matière de gouvernance d'entreprise convergent autour des thèmes suivants :

- La dissociation des fonctions de président de conseil d'administration et de directeur général ;
- Le rôle et l'indépendance du conseil d'administration : les codes de gouvernances préconisent inmanquablement qu'un conseil d'administration présentant une certaine

indépendance par rapport au management. La notion d'indépendance reste floue en raison de la subtilité dans la définition<sup>16</sup> du terme d'administrateur indépendant. La nomination des administrateurs reste dans les grandes entreprises une prérogative du président-directeur général ou du président du conseil d'administration, avec tous les problèmes inhérents à cet usage – consanguinité, relations bilatérales, cumuls des mandats... dysfonctionnements qui ne touchent pas seulement le secteur privé et qui transforment le conseil d'administration en une simple chambre d'enregistrement.

- La création de comités d'administration : Les codes de bonne conduite insistent sur la création de comités spécifiques chargés de préparer l'étude d'un sujet par le conseil d'administration. Ces comités sont généralement :

**Un comité d'audit** : il examine les comptes, le suivi de l'audit interne, la sélection des commissaires aux comptes, la vérification de la fiabilité de l'information communiquée.

**Un comité de rémunération** : il a pour mission principale la détermination de la rémunération des dirigeants et dans certains cas celle des administrateurs.

**Un comité de sélection ou de nomination** : il a pour rôle de préparer la succession du directeur général et/ou le président du conseil, et la proposition de nouveaux administrateurs.

**Un comité stratégique et financier** : Il analyse et donne son avis sur toutes les décisions d'investissements, de croissance externe, de financement ...

**Un comité d'éthique et/ou de gouvernance.**

- La transparence du fonctionnement du conseil d'administration : le mode de fonctionnement doit clairement être indiqué dans le rapport annuel de toute société ;

- La rémunération des dirigeants : considéré comme une clé de la réduction des conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants, le système de rémunération doit faire l'objet d'une transparence avancée ;

- L'exercice du pouvoir de l'actionnaire en assemblé : en supprimant, les actions avec des droits de vote multiples.

### Section 3 : Le pilotage par la valeur

Pour réussir à créer de la valeur durablement il faut l'adhésion de toute l'organisation, des opérationnels et des dirigeants. Pour atteindre cet objectif il faut mettre en place un système de gestion par la valeur, un VBM « Value Based Management »

Un système de gestion par la valeur a pour but la maximisation de la créée destinée aux actionnaires

L'adoption d'un système de gestion basé sur la valeur passe par le suivi d'un processus basé sur la valeur.

On va présenter les sources de création de valeur, c'est-à-dire ; les leviers stratégiques et les leviers financiers.

#### 3.1. Avant l'implantation d'un système de gestion par la valeur :

Afin de mener avec succès une politique de transformation par la valeur, des liens doivent être établis par les dirigeants entre la stratégie et l'opérationnel. Ensuite, il faut créer et pérenniser la valeur ans l'entreprise ce qui exige une évolution du personnel, de la culture et des processus. Pour ce faire un triple processus est proposé par *A.BLACK*, *P.WRIGHT* et *J.BACHMAN* :

Figure 4: Liens de valeur actionnariale entre clients et investisseurs



Source: A.BLACK, P.WRIGHTET J.BACHMAN, « Gestion de la valeur actionnariale », Edition Dunod, Paris, 1999, P89.

**La création de valeur** : c'est le processus selon lequel une entreprise réalise un rendement du capital plus élevé que le coût du capital. L'écart entre ces deux éléments représente la valeur créée pour l'actionnaire et qui peut être, réinvesti ou distribué sous forme de dividendes.

**La préservation de la valeur** : faute d'efficacité, la valeur créée peut être gaspillée ou perdue, il est primordial de mettre en œuvre toutes les normes de gestion permettant de préserver la valeur. Notamment, l'allocation des ressources, des systèmes de gestion fiscale et la gestion des risques. Ce dernier reflète une importance particulière, les risques doivent être classés en trois catégories : hasard, opportunité et incertitude.

**La réalisation de valeur** : les investisseurs ne peuvent bénéficier de la valeur créée que si les marchés s'en rendent compte. En effet, les investisseurs réalisent des profits souvent par l'appréciation de leur capital boursier, seule une information crédible et pertinente est apte de produire cet effet, par conséquent il est indispensable d'avoir une politique de communication efficace, qui permet au marché de comprendre la vraie valeur et les stratégies de la société.

### 3.1.1. Les sept déterminants de la valeur :

A.BLACK, P.WRIGHT et J.BACHMAN avancent sept déterminants de la valeur, à savoir :

- Le taux de croissance du chiffre d'affaires ;
- La marge d'exploitation avant charges financières, impôt, dotations aux amortissements et provisions (EBITA) ;
- Le taux effectif de l'impôt ;
- Le besoin en fond de roulement ;
- Les investissements en actifs immobilisés ;
- Le coût moyen pondéré du capital ;
- La période de croissance.

Une entreprise qui génère de bons résultats opérationnels devra se focaliser sur les leviers de croissance pour avoir un effet multiplicateur. Alors que celle qui souffre de problèmes de performance, devra se recentrer sur les leviers liés à la maîtrise des coûts.

### 3.1.2. Processus de valeur :

Un processus composé de cinq étapes clé pour parvenir aux trois buts de création, préservation et réalisation de la valeur<sup>25</sup> :

---

<sup>25</sup> A.BLACK, P.WRIGHTET J.BACHMAN, «Gestion de la valeur actionnariale », Edition Dunod, Paris, 1999, P.94

Figure 6 : Cinq processus de valeur fondamentaux



**Source** : A.BLACK, P.WRIGHTET J.BACHMAN, « Gestion de la valeur actionnariale », Edition Dunod, Paris 1999, P.94

**a. Stratégie de la valeur :**

L'entreprise doit intégrer l'objectif de création de valeur en élaborant sa stratégie, toutes les stratégies prennent en considération les marchés, les clients, les produits, la technologie et les dynamiques concurrentielles.

Cependant elle ne peut être efficace que si elle intègre trois impératifs de base qui déterminent la valeur :

- Investir pour aboutir à un rendement supérieur au coût du capital (rendement) ;
- Accroître la base d'investissement et le volume d'affaire (croissance) ;
- Accepter et gérer les risques.

**b. L'allocation des ressources et planification :**

Les dirigeants sont tenus d'allouer des ressources humaines, intellectuelles et financières, permettant de mettre en œuvre les stratégies établies. Ces ressources vont appuyer la stratégie et maximiser le rendement.

Si le rendement dégagé par les investissements est inférieur au rendement escompté il faut libérer le capital. L'allocation des ressources peut être étudiée en utilisant plusieurs techniques :

- **L'analyse de la sensibilité** : toute idée substantielle cherchant à améliorer la performance d'une entreprise doit être mesurée avec le critère de la valeur par rapport

au coût et à la disponibilité du capital utilisé pour la réaliser. L'analyse de la sensibilité est basée sur la modélisation des sept déterminants de la valeur, pour voir l'effet d'une variation de 1% sur le prix de l'action pour chacun des déterminants.

- **Le Benchmarking** : c'est un véritable processus d'analyse de la concurrence, dont le but principal est de pouvoir augmenter la performance de l'entreprise. Les concurrents sont identifiés, puis toute information disponible à leur sujet est analysée ; chacun de leur déterminant de la valeur est comparé aux déterminants de la société en question.
- **La cartographie de la valeur** : c'est un outil qui permet de situer graphiquement les unités créatrices de valeur et celles qui ne le sont pas. Elle se base sur la décomposition préalable de la société en rivières de valeurs<sup>26</sup>.

### c. Gestion de la performance :

Cette étape se résume dans la conversion des objectifs globaux en plans d'actions réalisables au niveau opérationnel. Il faut établir des mesures de performance telles que l'EVA, qui soient adaptées à chaque division de l'organisation, puis il faut s'assurer que la division en question puisse exercer un contrôle sur ces mesures.

Cependant, il est essentiel que ces mesures s'intègrent aux objectifs à court terme et à long terme de la division, qui sont eux-mêmes liés à la stratégie et aux objectifs de l'entreprise en son ensemble. Les mesures de performance sont établies à partir des macro et micro déterminants clés de la division et allient à la fois les mesures opérationnelles et financières.

### d. Système de rémunération :

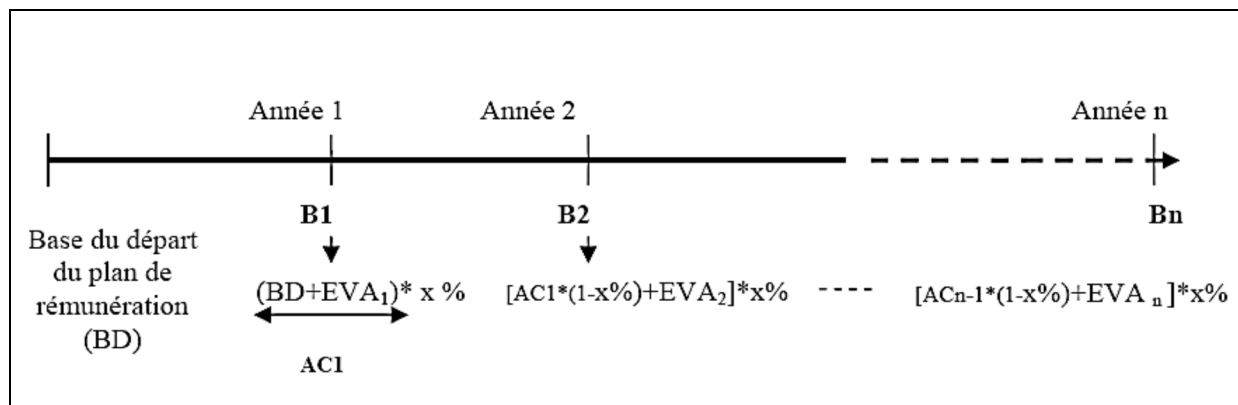
Il y a une forte liaison entre le système de rémunération et la création de valeur, elle se manifeste par la mise en place de mesures incitatives, ces mesures visent à aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires, ils contribuent à promouvoir une culture de performance et d'appropriation qui récompense la maximisation de valeur et qui responsabilise les employés.

- **Le plan de bonus indexé sur l'EVA** : ce type de rémunération consiste à attribuer un pourcentage de la valeur créée au dirigeant de l'unité créatrice de richesse et le reste s'accumulera à la valeur qui serait créée ou détruite pour l'année prochaine

---

<sup>26</sup> Cette notion sera détaillée par la suite

Figure 6 : Plan de bonus indexé sur l'EVA



**Source :** BARNETO.P et GREGORIO.G, « Finance DSCG », Edition Dunod, Paris 2012, p.65.

**EVA<sub>i</sub>** : valeur créée dans l'année i ;

**AC<sub>i</sub>** : assiette de calcul du bonus pour l'année i ;

**BD** : base du départ du plan de rémunération ;

**X%** : pourcentage de l'EVA distribué aux salariés. On suppose que X est constante durant le temps ;

**B<sub>i</sub>** : bonus de l'année i.

- **Le plan de stock-options** : Il donne la possibilité à l'entreprise de transformer ses dirigeants en actionnaires, il lie la rémunération variable du dirigeant aux performances boursière de la société.

**e. Communication financière :**

Toutes les entreprises doivent intégrer la création de valeur dans leur communication financière afin de permettre une évolution du cours boursier<sup>27</sup>, celle-ci comporte deux volets : rétrospectif et prospectif.

La communication **rétrospective** consiste pour les dirigeants à rendre compte aux actionnaires du résultat de la gestion, ainsi la création de valeur ajoutée.

<sup>27</sup> L'inefficacité de la politique de communication cause une divergence entre la valeur marchande de l'entreprise et sa valeur intrinsèque.



Pour calculer le Profit économique<sup>28</sup> antérieur et pour forger leurs anticipations, les marchés décodent tous les signaux émis par les dirigeants. En effet, la communication financière est basée sur la « **théorie des signaux** » : deux idées sont à la base de cette théorie :

- Il y a une asymétrie de l'information : la même information n'est pas partagée par tous ;
- La même information n'est pas perçue de la même manière par tous.

L'opacité de la communication financière conduit à un coût du capital plus élevé<sup>29</sup>. Il est préférable de communiquer avec des outils modernes, surtout en termes de création de valeur tels que (EVA et MVA, TSR,... etc.) en plus des indicateurs non financiers (communiquer en matière de gouvernement d'entreprise, communiquer sur le développement durable, énoncer sa stratégie, valoriser ses produits et services, communiquer sur les risques encourus...).

La communication **prospective** consiste à expliquer :

- Une meilleure rémunération future des capitaux investis ;
- Le besoin accru de capitaux supplémentaires ;
- L'accroissement du NOPAT généré par l'emploi de nouveaux capitaux ;
- La rentabilité des capitaux investis sera plus élevée et donc elle va contribuer à la création de valeur.

Des programmes de communication de ce type ont un but interne et externe.

**En interne**, ils informent tous les employés sur les stratégies et les objectifs de l'entreprise.

En plus, ils lient clairement l'opérationnel à la rémunération.

**En externe**, c'est le moyen efficace qui garantit à la société une valeur boursière, reflétant la valeur réelle de l'entreprise.

### 3.1.3. Identifier mes rivières de valeur :

L'adage anglais dit : « *ce n'est pas parce que j'ai une main dans le four et l'autre dans le réfrigérateur que je peux dire qu'en moyenne je suis bien* » le principe s'applique dans ce contexte.

<sup>28</sup> Le profit économique qui correspond au résultat d'exploitation après impôt minoré de la charge du capital. Le PE = NOPAT-Cmpc\*CI. Il est confondu avec le concept d'Economic Value Added (EVA).

<sup>29</sup> Etudes empiriques ;

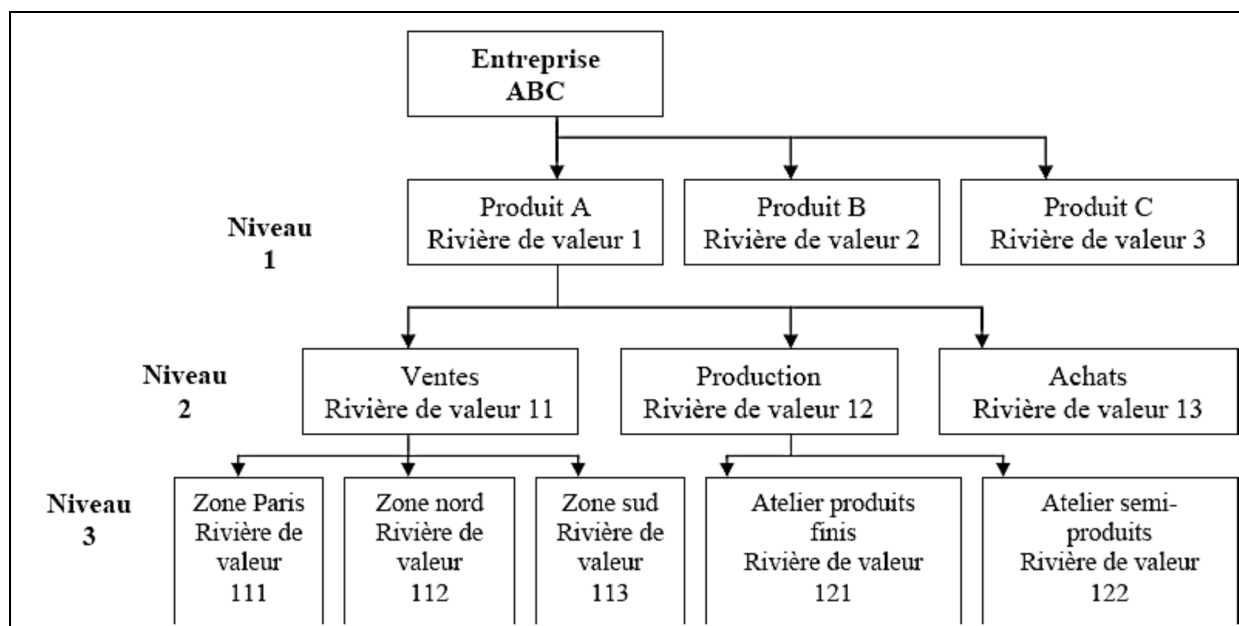
Afin de déceler les sources de valeur, il demeure primordial de décomposer l'activité de l'entreprise en rivière de valeur, dont le but est de décentraliser les centres de responsabilité. Chaque rivière de valeur est responsable des missions qui lui sont assignées.

Diviser l'entreprise en rivières de valeur permet la mise en place d'un VBM. Le processus de décomposition en rivières de valeur doit respecter deux règles de base :

- **La règle d'indépendance** : cela implique qu'une variation de performance dans une rivière ne doit pas influencer la performance des autres rivières du même niveau : chaque rivière d'un niveau est indépendante des autres.

- **La règle d'additivité** : elle suppose que la somme des performances de toutes les rivières de même niveau est égale à la performance de la rivière directement supérieure. Dans l'exemple qui suit, la somme de la création de valeur des rivières 11, 12 et 13 est égale à la création de valeur de la rivière 1

Figure 7: Décomposition d'une entreprise en rivières de valeur



Source : F. BOGLIOLO, « La création de valeur », Edition d'Organisation, Paris, 2000, p.38.

### 3.2. Les sources de création de valeur :

Considérer la création de valeur comme étant un critère d'évaluation des performances, implique une définition de mesures et l'identification des sources de création de valeur. Notamment les leviers financiers et les leviers stratégiques.

Cette partie sera consacrée à la détermination des différents leviers<sup>30</sup> de création de valeur

### **3.2.1. Les leviers stratégiques de création de valeur :**

Afin de pouvoir mesurer la création de valeur, il faut analyser l'impact des décisions stratégiques qui s'appuient sur l'étude de l'avantage concurrentiel, les opérations de croissance interne ainsi que les opérations de croissance externe

#### **a. L'avantage concurrentiel :**

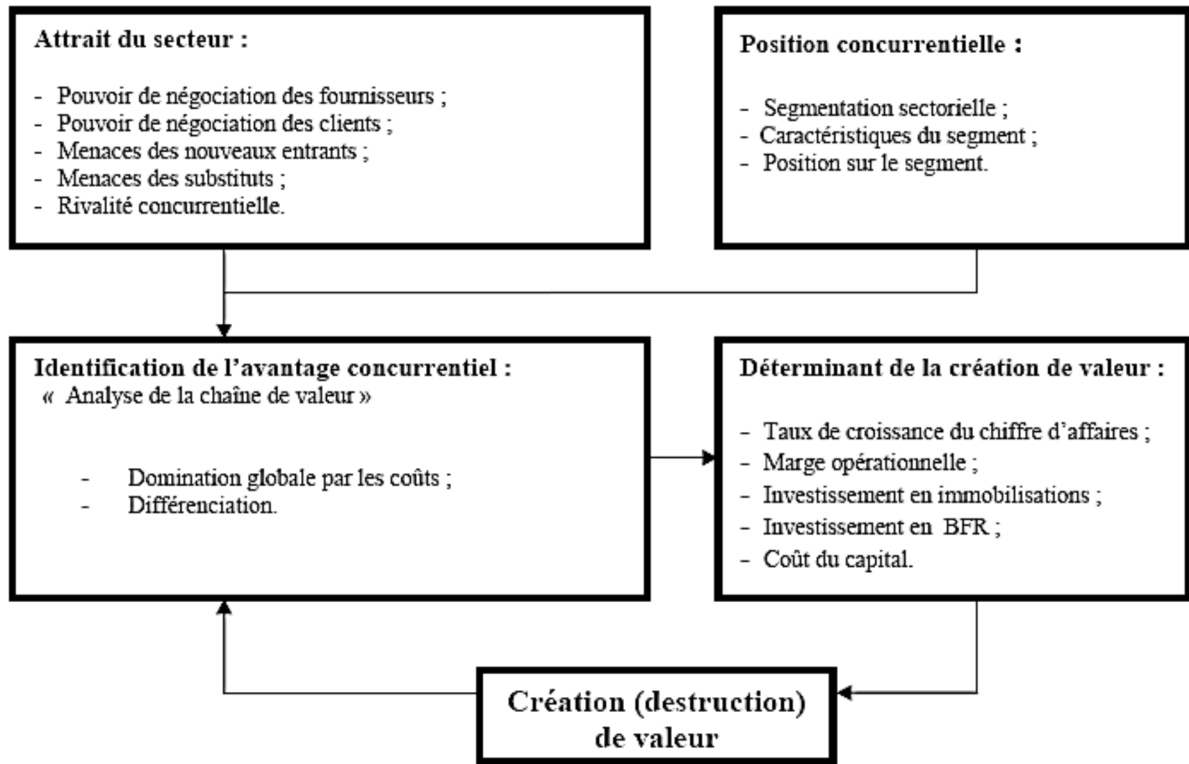
Un lien direct existe entre l'avantage concurrentiel et la création de valeur, Rappaport (1987) propose une modélisation systématique de ce lien fondée sur les travaux de Michal Porter (1986), ceux basés essentiellement sur l'analyse du positionnement sectoriel et l'environnement économique, politique, juridique et social de l'entreprise. Pour réussir à long terme, l'entreprise doit élaborer des stratégies qui lui permettent de faire face aux cinq forces concurrentielles qui présentent sur son secteur :

- La rivalité entre les entreprises présentes ;
- La menace de nouveaux entrants ;
- La menace de produits de substitution ;
- Le pouvoir de négociation des consommateurs ou des clients ;
- Le pouvoir de négociation des fournisseurs

---

<sup>30</sup> Un levier de création de valeur est une variable de performance qui a un impact sur les résultats d'une activité, comme l'efficacité de la production ou la satisfaction du client.

Figure 8 : Analyse concurrentielle et création de valeur



Source : J.CABY et G.HIRIGOYEN, « La création de valeur de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2001, p.34.

Après avoir analysé l'environnement concurrentiel, il faut déterminer où et comment la valeur est créée dans l'entreprise. Pour cela, la chaîne de valeur de Porter favorise l'identification des activités créatrices de valeur ajoutée :

Figure 9: La chaîne de valeur de porter



Source : J.CABY et G.HIRIGOYEN, « La création de valeur de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2001, p.35.

A ces stratégies s'ajoutent celles de croissance, par le biais de fusion-acquisition, dans le but de profiter des synergies.

**b. croissance interne :**

Plusieurs études empiriques ont montré un lien entre les investissements en immobilisations et la création de valeur. La croissance interne<sup>31</sup> est le fait pour une entreprise de se développer grâce à sa propre activité. L'entreprise va donc investir dans des actifs matériels ou immatériels, nous citons quelques exemples :

- Machine pour de meilleures capacités de production ;
- Formation des salariés pour une main d'œuvre plus efficace ;
- Publicité ou commercialisation pour garder les clients et en attirer de nouveaux ;
- Recherche et développement afin de créer de la valeur en innovant.

**c. La croissance externe :**

Consiste, pour l'entreprise, à développer ses capacités et ses compétences en s'associant avec d'autres entreprises. Sur le plan juridique, ce mode de croissance peut se réaliser par :

- La prise de participation : la société A achète une partie de la société B ;
- La fusion création : deux sociétés A et B se fusionnent pour avoir une nouvelle société C ;
- La fusion absorption : une société A rachète une autre société B qui disparaît juridiquement ;
- L'apport partiel d'actifs : une société A achète à une société B une partie homogène de ses actifs.

**d. Les opérations de décroissance externe :**

Dans la mesure où un groupe se diversifie, son organisation perd en clarté. Cela conduit généralement à une baisse des performances et parfois à une destruction de la valeur.

Les opérations de désengagement peuvent correspondre soit à un recentrage stratégique, une cession d'immobilisations ou une cession de participation. En vertu de cette stratégie, toute activité qui n'est pas en mesure de rentabiliser suffisamment les fonds utilisés, sera éliminée.

---

<sup>31</sup> Elle est souvent privilégiée par les entreprises familiales, qui préfèrent se développer en gardant un contrôle total, ou par les sociétés préférant la stabilité

### 3.2.2. Les leviers opérationnels :

Le taux de rentabilité des capitaux investis est donné comme suit :

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{CI}}$$

Au niveau opérationnel, la création de valeur résulte de l'amélioration de la marge opérationnelle  $\frac{\text{NOPAT}}{\text{CA}}$  et/ou du taux de rotation des capitaux investis  $\frac{\text{CA}}{\text{CI}}$  :

- La marge opérationnelle progresse de trois manières ; par la réduction des coûts de production, par la réorganisation du travail pour gagner en productivité et par l'augmentation en volume des ventes..
- L'amélioration du taux de rotation des capitaux investis découle : d'une part, de la minimisation du BFR, obtenue par la réduction du temps décaissement des stocks et crédits clients et par l'augmentation des crédits fournisseurs. D'autre part, du désinvestissement dans les activités inutiles ou destructrices de la valeur.

### 3.2.3. Les leviers financiers :

Se résume généralement au rachat d'action et à la gestion des risques des prix financiers.

#### a. Le rachat par l'entreprise des ses propres actions :

Suivant la législation du pays les sociétés cotées peuvent racheter sur le marché leurs propres actions<sup>32</sup>. Le rachat d'action est une alternative à la distribution de dividende du fait que la société verse des liquidités à ses actionnaires.

La mise en place de cette politique peut prendre diverses formes dont le recours à certains instruments financiers<sup>33</sup> : Elle peut se faire soit sous forme d'offre publique de rachat d'action (OPRA), soit, elle est faite « au fil de l'eau », par un ramassage en Bourse régulier afin de stabiliser le cours des titres, comme elle peut être négociée avec un actionnaire principale.

#### b. La gestion des risques des prix financiers :

Différentes études théoriques et empiriques ont déterminé les raisons pour lesquelles les entreprises décident de gérer leurs risques financiers, les dirigeants cherchent à

<sup>32</sup> En Algérie, une telle opération est interdite, sauf dans le cas du contrat de liquidité.

<sup>33</sup> Tel que les stock-options.

optimiser la création de valeur pour l'entreprise en adoptant une politique prudente envers le risque.

Les prix financiers sont définis comme étant « *les taux d'intérêt, les prix des devises et les prix de matières premières* »<sup>34</sup>. Le concept de profil de risque développé par **C.Smithson**, **C.W.Smith Jr** et **D.S.Wilford** permet d'estimer l'exposition de l'entreprise à ces risques en rapportant la variation de la création de valeur à la variation dans le prix du risque financier.

Pour la couverture contre ce type de risque, les gestionnaires ont souvent le choix entre des outils « physique »<sup>35</sup> et des instruments financiers (Options, futures, swaps...). La couverture crée de la valeur pour l'entreprise car elle peut :

- Réduire les impôts à payer : En minimisant la volatilité et en stabilisant le chiffre d'affaires, la gestion des risques financiers permet de réduire le taux d'imposition effectif et d'alléger la charge fiscale de l'entreprise ;
- Diminuer les coûts de faillite : Les stratégies de couverture permettent de créer de la valeur pour l'entreprise en diminuant les occasions de devoir faire face à des difficultés financières. En effet, par la réduction des décalages entre les entrées et les sorties de fonds, elles minimisent les probabilités que l'entreprise se trouve en situation de cessation de paiement et qu'elle supporte donc des coûts non productifs de faillite ;
- Atténuer le risque de sous-investissement : Les entreprises ont tendance à sous-investir en fonction de la disponibilité des cash-flows dégagés. Cette dépendance peut être particulièrement coûteuse. Dans la mesure où la couverture peut réduire la variabilité des cash-flows, elle permet d'augmenter la valeur de l'entreprise en évitant le recours à un financement coûteux et permet de saisir les opportunités d'investisse

---

<sup>34</sup> J.CABY et G.HIRIGOYEN, « Création de valeur et Gouvernance d'entreprise », Economica, Paris, 2005, 55

<sup>35</sup> Comme les délocalisations, promotions...

### **Conclusion du chapitre**

Au cours de ce chapitre, nous avons passé en revue les fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur. Ensuite, nous nous sommes intéressés aux moyens dont dispose l'entreprise pour la maximisation de la richesse des actionnaires à savoir : la gouvernance de l'entreprise et les leviers de création de valeur

La gouvernance d'entreprise est un outil de résolution des conflits d'agence, elle permet d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Cela dit, la mise en œuvre d'un VBM est facilitée par l'existence d'une bonne gouvernance de l'entreprise.

Le chapitre suivant sera consacré aux différents indicateurs (outils) permettant sa mesure.



## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### Chapitre 2 : Mesure de la création de la valeur

La création de valeur s'est distinguée en tant que mode de gestion parmi tant d'autres grâce à l'importance accordée aux actionnaires. Ceci se traduit notamment par l'intégration du coût du capital dans l'évaluation de la performance de l'entreprise, une pratique propre à l'évaluation par la valeur.

Avant l'introduction de la notion de création de valeur, il existait une multitude d'indicateurs et de méthodes d'évaluation de la performance. Cependant, ils ne reflètent pas fidèlement la réalité économique ; le bénéfice par action (BPA), le Return On Equity (ROE) ou encore le Price Earning Ratio (PER) ne sont pas très utiles pour les financiers d'entreprise et peuvent s'avérer de très mauvais indicateurs de performance réelle de l'entreprise car ils peuvent subir l'influence des politiques comptables « taillées sur mesure » et ne pas prendre en compte plusieurs variables importantes telles que la structure financière de l'entreprise (le coût du capital) et la notion de risque.

La création de valeur propose des méthodes améliorées et plus adaptés pour mesurer la performance dans la mesure où elle cherche à rendre compte de la réalité économique en corrigeant les dérèglementations comptables et en intégrant tous les éléments susceptibles de modifier significativement le niveau de performance de l'entreprise.

Ce chapitre sera consacré à la présentation des deux déterminants de la création de valeur, à savoir la rentabilité des capitaux investis et le coût des capitaux investis et les méthodes d'évaluation les plus répandus au regard de la création de valeur.

Pour cela, ce dernier chapitre sera scindé en trois sections :

**Section 1** : Détermination du coût des capitaux investis

**Section 2** : L'estimation de la rentabilité des capitaux investis

**Section 3** : Les modèles d'évaluation de la création de valeur

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### Section 1 : Détermination du coût des capitaux investis

#### 1.1 Le coût des capitaux investis :

La notion de coût du capital est au centre des mesures de la création de valeur. Par capital on entend les différentes sources de financement de l'entreprise qu'il s'agisse des capitaux propres (apportés par les actionnaires) ou des dettes financières (apportés par les créanciers). Ces derniers sont appelés capitaux investis. En effet, les capitaux investis ne sont pas une ressource gratuite, les investisseurs (apporteurs de capitaux) exigent un rendement plus élevé que le coût des capitaux investis compte tenu du risque pris.

#### 1.1.1 Le coût moyen pondéré du capital :

Le coût des capitaux investis est le taux de rendement exigé par les investisseurs pour mettre leurs argents à la disposition de l'entreprise. Il dépend du risque perçu par les bailleurs de fonds sur leur investissement. Plus le risque est faible et plus le rendement requis par les actionnaires et créanciers est faible.

Il est mesuré généralement par le coût moyen pondéré du capital. Le coût moyen pondéré du capital est égal à la moyenne des coûts de chaque type de financement ( $k'$ =coût des capitaux propres et  $k''$ =coût de l'endettement net<sup>1</sup>) pondérée par leur poids respectif :

$$CMPC = k' \times \frac{Vm(CP)}{CI} + k'' \times \frac{Vm(DF)}{CI}$$

Avec :

**Vm(CP):** Valeur marchande des capitaux propres

**Vm(DF):** Valeur marchande de la dette

**CI :** Les Capitaux investis

---

<sup>1</sup> Diminué de l'impôt

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### a- La valeur marchande des capitaux propres :

La valeur marchande des fonds propres d'une entreprise cotée est facilement déductible dans la mesure où elle est exprimée par le cours boursier multiplié par le nombre d'action, cela correspond en effet à la capitalisation boursière qui est donnée par la formule suivante :

$$\text{capitalisation boursière} = \text{cours de l'action} \times \text{nombre d'action}$$

En ce qui concerne les entreprises non cotées, on fait souvent l'hypothèse que la valeur de marché de la dette est égale à sa valeur comptable (les deux valeurs sont approximatives).

### b- La valeur marchande de la dette :

L'entreprise peut contracter plusieurs formes de financement ce qui rend la détermination de sa valeur marchande plus complexe à réaliser. En effet, la difficulté réside dans la détermination de la dette à taux fixe.

Le calcul de la valeur marchande de la dette à taux fixe requiert d'assimiler cette dernière à une obligation, dont le coupon est égal aux frais financiers, et la maturité correspond à la moyenne pondérée des échéances de tous les emprunts à taux fixe.

La valeur marchande de la dette est donnée par la relation suivante :

$$Vm(DF) = FF \frac{1 - \frac{1}{(1+t)^m}}{t} + \frac{D}{(1+t)^m}$$

**FF** : frais financiers

**t** : taux d'actualisation (taux actuel du marché)

**m** : la moyenne pondérée des échéances des emprunts à taux fixe.

**D** : Valeur comptable de la dette à taux fixe

La détermination du cout du capital nécessite la détermination du coût des fonds propres et du coût de la dette

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 1.1.2 Le coût des capitaux propres :

Le coût des fonds propres ou bien le taux de rentabilité minimum requis par les actionnaires, est le coût auquel une société peut attirer davantage de capitaux de la part d'investisseurs externes. En d'autres termes, c'est le rendement que les investisseurs « exigent » pour investir dans la société et non pas ailleurs. Il constitue ainsi un coût d'opportunité pour celui qui fournit les fonds propres.

Trois modèles sont utilisés pour la détermination du coût des capitaux propres : le modèle de *Gordon Shapiro*, le modèle d'équilibre des actifs financiers (*MEDAF*) et l'Arbitrage Pricing Theory (*APT*).

#### a- Le modèle de Gordon Shapiro :

Ce modèle fait partie de la famille des modèles actuariels il est appelé modèle d'actualisation des dividendes.

Dans ce modèle, la valeur de l'entreprise est obtenue par capitalisation des dividendes. la méthode suivie repose sur le fait que les dividendes constituent la source des revenus des actionnaires.

Le modèle de Gordon Shapiro considère en effet, que le cours actuel d'une action n'est autre que l'actualisation des dividendes futurs attendus par les actionnaires. Le prix de l'action est exprimé par la relation suivante :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k')^i}$$

Où :

**P<sub>0</sub>** : le prix de l'action en début de période

**D<sub>i</sub>** : les dividendes versés à la période i

**k'** : le coût des capitaux propres

Les deux auteurs de ce modèle partent du principe que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux de croissance constant (g), et que cette croissance est due

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

principalement aux réinvestissements de la part des bénéfices non distribués ainsi qu'aux nouveaux investissements engagés par l'entreprise dont le taux de rentabilité est lui supposé constant. la formule se présente dès lors comme suit :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1 \times (1 + g)^i}{(1 + k')^i}$$

**D1** : Le montant du premier dividende à verser

**g** : taux de croissance des dividendes

Pour déterminer le taux de croissance des dividendes, nous utiliserons deux observations :

- les données historiques de l'action.
- les prévisions des analystes sur les futurs dividendes.

Ensuite, une hypothèse de croissance de dividende est posée : en supposant un horizon infini et en posant **g** le taux de croissance des dividendes, on obtient une suite géométrique qui, après simplification<sup>2</sup>, donne le résultat :

$$P_0 = \frac{D_1}{k' - g}$$

Et donc,

$$k' = g + \frac{D_1}{P_0}$$

Le cours boursier (**P0**) suit une relation inverse avec le rendement exigé, plus le cours augmente moins il y a du risque pour l'investisseur et moins il exige une rentabilité de son investissement (confiance des investisseurs en la capacité des dirigeants à augmenter la valeur de la société).

---

<sup>2</sup> Démonstration en Annexe 1

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Cette formule montre que le coût exigé par l'investisseur est une fonction croissante du premier dividende versé et du taux de croissance de celui-ci. Ceci paraît des plus logiques, en effet, une société qui verse un dividende généreux reflète un fort risque encouru, de ce fait les investisseurs exigeront un rendement minimum élevé.

En dépit de sa simplicité, le modèle de Gordon Shapiro est cependant difficile à mettre en œuvre dans la mesure où il présente un certain nombre de limites :

- Il ne prend pas en compte la notion du risque :
- Il repose sur un horizon de capitalisation infini ce qui ne correspond pas à l'horizon de l'investisseur.
- Il ne peut pas prendre en compte la volatilité des bénéfices et des dividendes

### b- Le MEDAF :

Le Modèle d'évaluation des actifs financiers désormais MEDAF permet de combler aux lacunes des modèles actuariels et fournir une méthode d'estimation des fonds propres. La notion du risque est prise en considération dans ce modèle pour la détermination du taux de rentabilité.

Cette méthode consiste à estimer le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire à partir de trois variables : le taux de rendement sans risque, le rendement espéré du marché, le coefficient de risque systématique de la société selon l'équation suivante :

$$E(R_j) = R_f + \beta_j(E(R_m) - R_f)$$

Avec :

**E(R<sub>j</sub>)** : Le rendement exigé par l'actionnaire

**E(R<sub>m</sub>)** : Le rendement espéré du marché

**R<sub>f</sub>** : Le taux de rendement sans risque

**β<sub>j</sub>** : mesure du risque systématique de l'actif

**E (R<sub>M</sub>) -R<sub>F</sub>** : prime de risque consentie par le marché.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

- **Le taux de rendement sans risque :**

Il est défini comme étant « *Le taux sans risque qui est égal au rendement d'un titre ou d'un portefeuille de titres ne comportant pas le moindre risque, et sans aucune corrélation avec le rendement de quoi que ce soit d'autres dans l'économie* »<sup>3</sup>.

Dans la pratique l'estimation du taux de rendement des actifs non risqués n'est pas possible c'est pour cela, on se réfère habituellement au rendement des obligations d'État ou aux bons du trésor du pays auquel appartient la société à évaluer. Généralement les OAT (10ans).

- **La prime de risque :**

Elle représente le supplément de rendement exigé par un investisseur pour assumer le risque plutôt qu'investir dans un actif sans risque. Elle permet de mesurer l'aversion au risque des investisseurs.

C'est l'écart entre le rendement du portefeuille de marché et celui de l'actif sans risque, c'est donc  $(R_m - R_f)$ . Cette prime devient spécifique à l'entreprise après l'incorporation du coefficient  $\beta$ .

- **Le coefficient de risque systématique :**

le coefficient  $\beta$  reflète la sensibilité du titre de l'entreprise. Il mesure la relation entre les fluctuations de la rentabilité d'une action et les fluctuations du marché. C'est la quantité de risque encourue par la société. Il est calculé comme suit :

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m; R_J)}{\sigma^2(R_m)}$$

Son estimation est déterminée par la régression sur une période de temps suffisamment longue le taux de rentabilité du titre avec sur celui du marché.

- Si  $\beta > 1$  l'action est dite offensive (à risque élevé), elle amplifie les fluctuations du marché.
- Si  $\beta < 1$  l'action est dite défensive, elle amortit les fluctuations du marché.

---

<sup>3</sup> T.COPLAND, T.KOLLER, J.MURRIN, « La stratégie de la valeur », Editions d'Organisation, Paris, 2002, p248.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

- Si  $\beta = 1$  l'action reproduit fidèlement les mouvements du marché.

### c. Le modèle APT :

Le modèle d'évaluation par arbitrage APT est plus général que le MEDAF. En effet, le MEA est un modèle multifactoriel cela suppose l'existence de plusieurs bêta qui désignent plusieurs sources de risque.

Ce modèle est basé sur le fait qu'il n'y a pas d'opportunité d'arbitrage, puisqu'il n'est pas possible de réaliser un portefeuille à prix nul, sans risque, et qui a un rendement positif

L'autre hypothèse de base de l'APT consiste en la **modélisation de la rentabilité espérée d'une action par une fonction linéaire de différents facteurs macro-économiques ou propres au secteur de la valeur, pondérés selon leur impact sur l'action par un coefficient beta spécifique.**

Ainsi, pour un actif j on aura :

$$E(r_j) = r_f + b_{j1}RP_1 + b_{j2}RP_2 + \dots + b_{jn}RP_n$$

Avec :

**E(r<sub>j</sub>)** : le rendement espéré de l'actif i

**r<sub>f</sub>** : le rendement de l'actif sans risque

**RP<sub>n</sub>** : la valeur de la prime de risque associée au nième facteur systématique influençant le cours de l'actif (ces primes sont supposées avoir une moyenne nulle)

**b<sub>jn</sub>** : le Beta qui représente la sensibilité de l'actif au facteur RP<sub>n</sub>

Ce modèle stipule que le rendement espéré par l'actionnaire d'une société dépend des facteurs macro-économiques et spécifiques à l'entreprise. Les facteurs explicatifs peuvent être le niveau du PIB, le prix du pétrole, le niveau du taux d'intérêt, variation des taux d'intérêts variation de l'inflation, la croissance ce sont tous des facteurs susceptibles d'influer le cours de l'actif.



## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 1.1.3. Le coût de l'endettement :

Dans cette catégorie de ressources on peut faire la distinction entre deux types de financement à savoir les dettes financières et les financements mixtes.

#### a. le coût des dettes financières :

Le coût de la dette financière englobe les emprunts obligataires, les emprunts contractés auprès des institutions financières et le crédit bail.

L'estimation du coût de la dette financière peut être réalisée ex post ou ex ante. L'estimation ex post ou rétrospective est réalisée après la constatation des différentes charges financières payées au cours de l'exercice. Le coût de la dette est obtenu alors à partir de la formule suivante :

$$\text{cout de la dette financière} = \frac{\text{charges financières}}{\text{total des dettes financières net}}$$

L'estimation ex ante ou prospective s'insère dans une optique marché puisque elle inclut l'évolution des taux d'intérêt et le risque assumé par les créanciers. Le cout effectif<sup>4</sup> de l'endettement correspond au taux d'intérêt actuariel brut (ou cout de la dette brut) diminué de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS).

Ce qui est représenté par la formule suivante :

$$\text{coût de la dette net} = \text{coût de la dette brut} \times (1 - \text{IBS})$$

- **L'emprunt obligataire :**

La détermination du coût de la dette est facile dans le cas où l'entreprise est financée par emprunt obligataire. Ce coût est égal au taux actuariel perçu sur le marché corrigé de l'impôt sur les sociétés.

---

<sup>4</sup> Il convient de signaler que toutes les formules citées dans cette section détermine le coût de financement brut et non pas le cout de financement net.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Le taux actuariel correspond au taux d'actualisation qui égalise prix d'émission et la valeur actuelle des flux futurs liés à l'obligation.

Il est donné par la formule suivante :

$$\text{Prix d'émission} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{coupon } i}{(1 + \text{taux actuariel})^i} + \frac{\text{valeur faciale}}{(1 + \text{taux actuariel})^n}$$

Avec :

**Taux actuariel** : c'est le taux d'actualisation qui vérifie cette égalité étant le coût brut du financement par emprunt obligataire.

- **Les dettes contractées auprès des établissements financiers :**

Ce type de financement regroupe l'ensemble des prêts à moyen et long terme accordés par les banques et les établissements de crédit. Le coût de cet emprunt est assimilé au taux d'actualisation pour lequel l'égalité est vérifiée entre valeur actuelle des annuités (intérêts + principal) restantes et le capital restant dû :

$$\text{Capital restant dû} = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1 + t)^i}$$

Tel que :

**A<sub>i</sub>** : annuité (intérêt + principal) qui correspond à l'année i

**t**: taux d'actualisation

- **Le crédit bail :**

La procédure d'estimation du coût d'un bien issu d'un contrat de leasing est assimilée au coût d'une dette à long terme c'est-à-dire le coût actuariel. Les nouvelles normes comptables (SCF, IFRS) imposent de comptabiliser les biens financés par crédit bail en immobilisation. Il n'est plus nécessaire de corriger le coût des loyers en réintégrant les dotations aux amortissements.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Le coût du crédit bail est le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle des loyers futurs et la juste valeur du bien.

$$\text{Juste valeur} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Loyers futurs}}{(1 + t)^i}$$

$t_a$  : le taux d'actualisation qui vérifie l'égalité étant le coût du financement par crédit bail.

### b. Le coût des titres hybrides :

Ce sont des titres qui possèdent au même temps les caractéristiques des titres de propriété et des titres de créances, on cite les obligations convertibles en action, obligation à bon<sup>5</sup> de souscription<sup>6</sup>. Le coût de cette catégorie de titres est la somme du coût de l'obligation et le coût de l'option<sup>7</sup>.

- Le coût de l'obligation sans l'option correspond au taux actuariel des obligations classiques représentant les mêmes caractéristiques ;

- Le coût de l'option peut être estimé en utilisant le modèle des options, développé par *BLACK & SHOLES*, il repose sur certaines hypothèses :

- Le taux sans risque ( $R_f$ ) est constant et connu;
- Possibilité de vendre à découvert ;
- Il n'y a pas de distribution de dividendes sur l'action sous-jacente ;
- Pas de coût de transaction, ni d'impôts ;
- Le prix de l'action suit un processus stochastique en temps continu (loi log normale).

---

<sup>5</sup> Le bon de souscription peut être vendu comme une option d'achat (call) d'une action de la société.

<sup>6</sup> La différence entre ces deux types de titres hybrides est que l'OCA est un titre insécable alors que l'OBSA peut être divisée. Dans le cas de l'OBSA, on peut vendre le bon de souscription d'action<sup>3</sup> tout en gardant l'obligation « nue ».

<sup>7</sup> Dans le cas de l'OCA le prix d'exercice de la dite option est le prix de conversion et la durée, celle de l'emprunt obligataire.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

La formule qui permet d'estimer le call est la suivante :

$$\text{Call} = VN(d1) - Pe^{-rT} N(d2)$$

Avec: 
$$d1 = \frac{\ln \frac{v + (rT1)}{p}}{\delta \sqrt{T}} + \frac{1}{2} \delta \sqrt{T} \quad \text{et} \quad d2 = d1 - \delta \sqrt{T} \quad \text{où :}$$

**V** : Cours actuel de l'action ;

**N(d)** est la probabilité qu'une variable aléatoire suivant une distribution normale ait une valeur inférieure ou égale à d (fonction de répartition d'une loi normale centrée réduite) ;

**P** : prix d'exercice de l'option ;

**Rf** : taux sans risque annuel ;

**σ** : volatilité du cours de l'action (l'écart type instantané du taux de rentabilité de l'action) ;

**T** : durée restant à courir jusqu'à l'échéance (en années).

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### Section 2 : L'estimation de la rentabilité des capitaux investis

Dans cette section, nous nous intéresserons à l'appréciation de la rentabilité des capitaux investis. Nous préciserons qu'il s'agira de présenter juste des modèles et des méthodes de calcul appuyés par des exemples numériques car le but recherché est de traiter seulement les aspects financiers du capital.

#### 2.1. La rentabilité des capitaux investis :

La rentabilité est une notion fondamentale dans tout investissement, car elle exprime la capacité d'une entreprise à générer un **revenu** à partir des ressources qu'elle emploie.

Selon C.HOARAU « La rentabilité est généralement définie comme l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investis, autrement dit, à dégager un certain niveau de résultat ou de revenu pour un montant donné des ressources engagées dans l'entreprise. Un taux de rentabilité exprime le rapport entre un flux de revenu perçu au cours d'une période et la masse de capitaux investis pour l'obtenir »<sup>8</sup>.

Pour permettre des comparaisons interentreprises, seul le résultat opérationnel est un critère pertinent et représentatif de la qualité de l'activité d'une entreprise. La rentabilité économique, appelée Return On Assets (ROA) ou rentabilité des capitaux investis (ROIC) compare le résultat d'exploitation diminué de l'impôt (NOPAT) aux ressources utilisées (CI) :

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CI}}$$

L'impôt calculé est un impôt corrigé puisqu'il n'est affecté qu'au résultat opérationnel.

#### 2.1.1. Les capitaux investis :

Les capitaux investis ou capitaux employés ou encore capitaux engagés peuvent être calculés selon deux méthodes, par le passif et par l'actif du bilan.

Selon l'approche par l'actif (approche opérationnel) l'équation des capitaux investis est donnée par :

---

8 C. HOARAU, « Maîtriser le diagnostic financier », Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2001, p.145.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

$$\text{CI} = \text{Immobilisations nettes} + \text{BFRE}$$

Avec :

$$\text{BFRE} = \text{les stocks} + \text{les créances d'exploitation} - \text{les dettes d'exploitations}$$

Alors que l'approche par le passif nous donne la formule suivante :

$$\text{CI} = \text{Fonds propres} + \text{Dettes financières Nettes}^9$$

### 2.1.2. Le NOPAT « Net Operating Profit After Taxes »

Il est calculé directement sur la base du résultat d'exploitation et non pas sur un résultat après déduction des charges financières.

Il indique le flux disponible généré par l'entreprise et qui est destiné à être distribué ou restitué aux apporteurs de dettes et de fonds propres.

Le NOPAT est calculé comme suit :

$$\text{NOPAT} = \text{Résultat d'exploitation} \times (1 - \text{IBS})$$

Où :

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{produits d'exploitation} - \text{charges d'exploitation}$$

Cette notion permet de distinguer la performance réelle de l'entreprise, indépendamment de sa structure financière.

Afin de coller à la réalité économique, le NOPAT ainsi que les capitaux investis nécessitent des retraitements. Selon Bogliolo : «*Par retraitement, nous entendons la comptabilisation d'une même opération différemment pour passer d'une logique comptable à une logique économique* »<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Les dettes financières nettes correspondent aux dettes brutes moins les disponibilités.

<sup>10</sup> F.BOGLIOLO, op.cit., p.115.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

L'opération de retraitement qui est fondée sur des postes du bilan va donc permettre de passer d'une logique comptable à une logique économique, elle a pour objectif de revenir sur la manière dont sont comptabilisées certaines opérations et qui ne correspond pas à leurs caractéristiques économiques. Nous présenterons les principaux retraitements :

### 2.2. Les principaux retraitements comptables

#### 2.2.1. Les dépenses de recherches et développement :

On entend par « frais de recherche et de développement », les dépenses qui correspondent à l'effort financier et humain réalisé par l'entreprise pour son propre compte en matière de recherche scientifique, ou technique, et de développement. (Les frais engagés pour la recherche de nouveaux produits). En comptabilité, ils sont considérés comme des charges imputables à l'exercice au cours duquel ils sont engagés. Il y a lieu donc de réaliser un retraitement comptable. Pour le calcul des capitaux investis on doit leur intégrer la valeur nette comptable de la recherche et développement (la différence entre les dépenses de R&D cumulés et les amortissements cumulés). Quant au NOPAT, on doit lui intégrer le montant des frais de R&D annuel diminué de l'amortissement constaté durant l'année.

#### 2.2.2. Le goodwill :

Le goodwill représente l'écart positif qui naît de la différence entre la valeur d'acquisition payée par un acheteur lors de l'acquisition d'une entreprise et l'actif net comptable de cette entreprise et sa valeur comptable. Il reflète la valeur d'actifs incorporels tels que la notoriété de la marque de l'entreprise, les brevets, le savoir-faire et des performances de l'entreprise mais aussi de son positionnement et de l'attachement de ses fournisseurs et de l'ensemble de ses partenaires. Ainsi la valeur d'une entreprise peut être donnée par la formule suivante :

$$\text{valeur de l'entreprise} = \text{actif net comptable} + \text{écart d'acquisition}$$

Il y a lieu de considérer le goodwill comme un investissement car l'entreprise acquéreuse comptabilise le montant du goodwill dans l'actif de son bilan dans la rubrique écart d'acquisition qui va faire l'objet d'un amortissement n'excédant pas les quarante ans. Quant

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

aux retraitements de ce poste, les capitaux investis doivent intégrer le montant brut de l'écart d'acquisition. Alors que le NOPAT n'est pas affecté par le retraitement car son calcul s'effectue en dehors de tout amortissement de goodwill. Cependant, si les amortissements impactent le résultat opérationnel on les réintègrera au montant du NOPAT.

### 2.2.3. Le crédit bail :

C'est une technique de financement qui permet à l'entreprise de louer le bien acquis avec option d'achat.

Les nouveaux principes comptables financiers imposent aux entreprises de comptabiliser le bien acquis à l'actif à la valeur actualisée des paiements minimaux au titre de la location de leur bilan, en contrepartie une dette financière est inscrite au passif. Les biens acquis par le biais de crédit bail ne font plus l'objet de retraitement.

### 2.2.4. Les provisions pour risque et charges :

Les provisions pour risque et charges sont la traduction comptable du principe de prudence auquel sont soumises les entreprises qui sont tenues de réserver une partie de leurs bénéfices pour faire face aux risques éventuels.

Les provisions sont une ressource ayant servi au financement des capitaux engagés. Donc ils sont déjà intégrés aux capitaux propres. Quant aux NOPAT, il est majoré par la variation des provisions annuelles qui viendra en augmentation du résultat opérationnel et inversement dans le cas d'une diminution du montant des provisions parce qu'elles ne sont pas réalisées au cours de l'exercice.

### 2.2.5. Les intérêts minoritaires :

Lorsqu'une société détient sur une filiale un droit de contrôle exclusif, les comptes consolidés sont établis selon la méthode de l'intégration globale.

Les documents comptables distinguent alors les « intérêts majoritaires » (appelés parfois aussi « part du groupe ») des « intérêts minoritaires » (les autres actionnaires des filiales consolidées). En ce qui concerne leur retraitement, on doit intégrer le montant des intérêts minoritaires aux fonds propres. Quant au NOPAT, il n'est pas affecté car les « intérêts



## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

minoritaires » interviennent à l'avant dernière ligne de l'ensemble consolidé afin de déterminer le « résultat net part du groupe ». Par conséquent, le résultat opérationnel n'a pas à être retraité.

### 2.2.6. L'amortissement économique :

L'amortissement est une technique comptable qui permet la constatation de la perte de valeur subie par un bien du fait de l'usure, du temps ou de l'obsolescence.

La durée retenue pour l'amortissement comptable est le plus souvent inférieure à la durée de vie économique (réelle) du bien d'investissement c'est pour cette raison que l'entreprise procède au retraitement de l'amortissement comptable.

Le retraitement consiste alors à aligner les deux rythmes d'amortissement (comptable et économique) afin de réintégrer à la fois la différence du cumul des deux types d'amortissement dans les capitaux investis. Quant au calcul du NOPAT, il sera majoré de la différence entre les deux dotations.

### 2.2.7. Les charges et les produits extraordinaires :

Les produits extraordinaires contribuent à la détermination du résultat de l'exercice; cela à pour effet d'augmenter les capitaux propres et par conséquent les capitaux investis. Ce qui surestime ces derniers car ces produits exceptionnels ne rentrent pas dans l'exploitation de l'entreprise.

De même, une charge exceptionnelle diminue les capitaux investis, mais cela n'est pas à l'origine de l'exploitation courante. Ce qui sous-estime les capitaux investis.

En conséquence, pour avoir une meilleure vision économique, les charges extraordinaires viennent en augmentation des capitaux investis; tandis que, les produits extraordinaires seront diminués des capitaux d'investissement. Comme ils ne rentrent pas dans la conception du résultat opérationnel, ce retraitement n'a pas d'impact sur le NOPAT.

### 2.2.8. Les reports à nouveau négatifs :

Le report à nouveau est un poste comptable que l'on trouve au passif du bilan de l'entreprise, il enregistre les pertes encaissées par elle durant les années antérieures suite à une mauvaise

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

gestion de ses dirigeants et met l'accent sur sa politique d'investissement. Le report à nouveau fait partie intégrante des capitaux propres, il convient donc pour l'entreprise d'intégrer la somme de ces pertes aux capitaux investis, par contre le NOPAT ne nécessite aucun retraitement.

### 2.2.9. Les impôts différés :

Les impôts différés ont lieu lorsqu'on a un décalage temporaire entre le résultat fiscal et le résultat social causé par une différence dans l'utilisation des principes de comptabilisation. Le plus souvent une dépréciation des immobilisations donne lieu à une différence d'échéance entre le résultat fiscal et le résultat donné par la comptabilité. Il en résulte alors un impôt différé.

Pour calculer l'EVA, on rajoute au résultat opérationnel la variation des impôts différés au cours de la période considérée. Cet ajustement dégage une charge d'impôt plus conforme à ce que l'entreprise doit réellement chaque année à l'administration fiscale.

### 2.2.10. Les gains ou pertes en provenance des sociétés mise en équivalence :

Les comptes consolidés sont établis selon la méthode de mise en équivalence, lorsque qu'une société détient sur une filiale qu'une influence notable. L'actif net n'est pas intégré aux comptes consolidés. Cependant, on trouve dans les capitaux propres consolidés, la quote-part des capitaux propres de la filiale (y compris le résultat de l'exercice) au travers des titres de participation de la société consolidante. Les capitaux investis doivent intégrer l'ensemble des investissements de l'entreprise mère dans ses filiales au travers des capitaux propres consolidés qui les regroupent. Par voie de conséquence, les gains ou les pertes en provenance de sociétés mises en équivalence doivent s'insérer au résultat opérationnel.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Les retraitements comptables peuvent être résumés dans le tableau suivant :

**Tableau1 : formule économique du calcul des capitaux investis et du NOPAT après retraitement**

Libellé	Libellé
CI = capitaux propres+ dettes nettes	<b>NOPAT= Résultat d'exploitation X (1 - IBS)</b>
+ Valeur nette comptable des R&D	<b>+ Dépenses annuelles R&amp;D</b>
+ Amortissements cumulés du Goodwill	<b>- Dotations amortissements R&amp;D</b>
+ Reports à nouveaux négatifs	<b>+/- Δ 1 dotations aux amortissements</b>
+ Provisions	<b>+ Dotations aux provisions</b>
+ Impôts différés	<b>+/-G ou pertes en provenance des sociétés mise en équivalence</b>
- Produits extraordinaires	
+Charges extraordinaires	
+ Intérêts minoritaires	
+/- Δ2 Dotations aux amortissements Cumulées	
= CI après retraitements	<b>= NOPAT après retraitements</b>

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### Section 3 : les modèles d'évaluation de la création de valeur

Face aux exigences en matière d'évaluation des efforts de création de valeur, il existe de nombreux modèles permettant aux dirigeants de mesurer l'impact de leur gestion sur la valeur. Les outils de mesure de création de valeur applicables au niveau global ou opérationnel de l'entreprise, sont classés en deux grandes catégories :

Parmi les plus diffusés, on citera : le TSR ; CFROI indicateur utilisé notamment par les cabinets Holt Value Associé et Braxton et Associés ; le modèle d'évaluation des cash flow actualisés DCF.

Ces modèles sont venus remplacer les mesures comptables traditionnelles (résultat net, bénéfice par action ou flows). En effet, ces «nouveaux» critères sont supposés mieux traduire la performance économique en termes de création de valeur. Ils permettent aux dirigeants d'apprécier leur système de gestion par la valeur et mesurer l'impact de ce dernier sur la valeur créée.

#### 3.1.La courbe de valeur :

Développée par le *Strategic Planning Associates*, elle met en évidence la relation entre deux ratios significatifs de création de valeur : *l'indice Iv et le ratio Q de Marris*.

##### 3.1.1. L'indice Iv :

Appelé également «levier de valeur» le rapport affirme qu'une entreprise est contrainte de rentabiliser les fonds propres des actionnaires au delà de leur coût d'opportunité pour pouvoir dire qu'il y'a création de valeur actionnariale. Il est exprimé par le rapport entre la rentabilité financière (ROE) et le coût des fonds propres (k') donné par la formule du MEDAF.

$$Iv = \frac{ROE}{k'}$$

Ou

**ROE** : est mesuré par le ratio « résultat net/ capitaux propres »

Cet indice traduit la performance passée des décisions stratégiques de l'entreprise.

- **Iv > 1**, signifie que l'entreprise a créée de la valeur.
- **Iv < 1**, signifie que l'entreprise a détruit de la valeur.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

- $Iv = 1$ , signifie qu'il n'y a ni création ni destruction de valeur.

Bien que cet indice soit un outil de mesure et d'appréciation de la valeur créée, il ne prend pas en considération les différentes phases d'investissement. En effet une entreprise qui aurait réalisé des investissements importants, se retrouverait avec un indice inférieur à l'unité.

Pour empêcher l'entreprise à détruire de la valeur, Il convient de combiner cet indice au ratio Q de marris qui prendra en compte la performance future de l'entreprise, pour une meilleure interprétation de la création de la valeur.

### 3.1.2. Le ratio Q :

Le ratio **Market-to-Book** (MV/BV) compare le cours boursier (MV) à la valeur comptable des actions (BV) :

- M/B est supérieur à 1, le marché est confiant dans la capacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires ;
- M/B inférieur à 1 indique une destruction de valeur.

### 3.1.3. La droite de valeur

La relation qui existe entre le ratio Q et l'indice  $Iv$  est mise en évidence par la droite de valeur est donnée par la formule suivante :

$$Q = \alpha + \gamma Iv + \delta$$

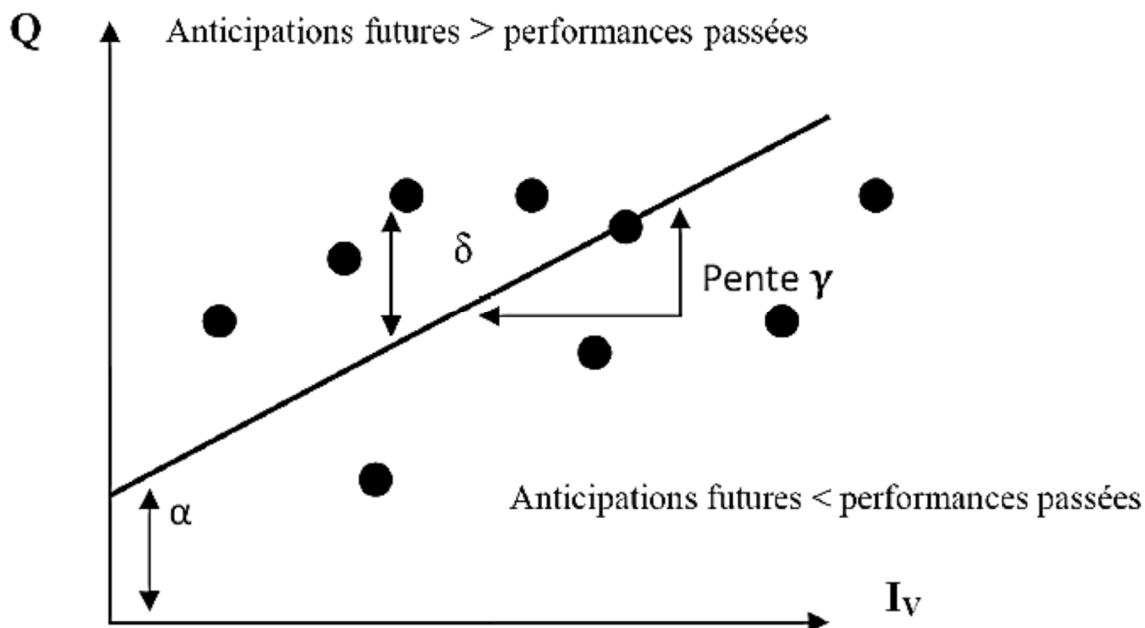
$\alpha$  : La valeur moyenne estimée de Q quand  $Iv$  est nul (rentabilité financière nulle).

$\gamma$  : Ce coefficient mesure la corrélation entre la performance économique d'une entreprise (Indice  $Iv$ ) et son évaluation par le marché (ratio Q).

$\delta$  : mesure les variations du ratio Q non expliquées par l'indice  $Iv$  (résidu).

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Figure 10 : La droite de valeur



**Source** : J.CABY, G.HIRIGOYEN, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2001, p.21.

Les entreprises situées à gauche de cette droite et qui ont des ratios Q supérieurs aux indices  $I_v$ , sont bien appréciées par le marché en ce qui concerne leurs stratégies futures, elles devraient améliorer leurs performances et créer plus de valeur à l'avenir.

Quant à celles situées à droite du graphique, elles devraient détruire de la valeur dans le futur, cela est dû au fait que leurs performances à venir ne sont pas valorisées par le marché.

### 3.2. Les modèles dérivés :

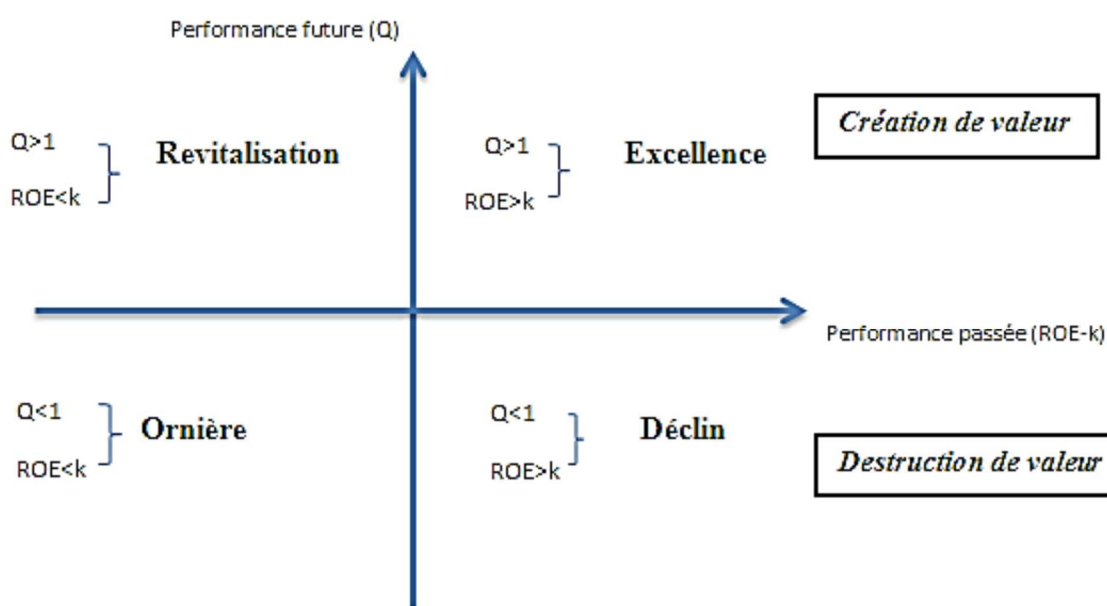
Deux principaux modèles dérivent de l'approche de la droite de valeur. Il s'agit du Modèle du Marakon Associates et le modèle d'évaluation de Fruhan-Mackinsey.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 3.2.1. Le modèle de Marakon Associates :

Ce modèle développé par A.C HAX et N.S MAJLUF (1984), est une variante du modèle de la droite de valeur. Il repose sur les mêmes principes à la seule différence que le ratio Q est en fonction non pas du ratio  $I_v$  (rentabilité/coût du capital), mais il est associé à l'écart entre la rentabilité des capitaux propres investis et le coût du capital ( $R_{cp} - K_{cp}$ ). La confrontation entre les deux variables (l'écart et le ratio Q) forme une matrice (voir *graphe n°2*) qui distingue quatre catégories d'entreprises :

Figure 11 : Le modèle du Marakon associates



**Source :** BARNETO.P et GREGORIO.G, « Finance DSCG », Edition Dunod, Paris 2012, p.58.

- **Les entreprises excellentes :** Ces entreprises ont réalisé de bonnes performances dans le passé et le marché estime qu'elles continueront à réaliser d'excellentes performances aussi dans le futur.
- **Les entreprises en voie de revitalisation :** Ces entreprises sont caractérisées par des performances futures supérieures aux performances passées.
- **Les entreprises dans l'ornière :** Elles sont incapables d'améliorer leur situation future, et dont la situation passée était déjà médiocre.
- **Les entreprises en déclin :** Dont le marché estime que les performances futures seraient inférieures à celles déjà réalisées.

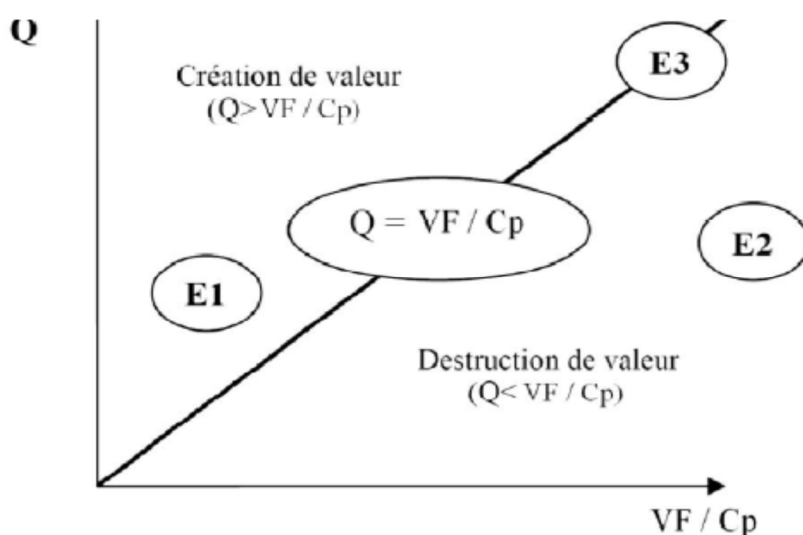
## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 3.2.2. Le modèle de Fruhan MACKINSEY :

Ce modèle a été formalisé par le cabinet de conseil McKinsey. Il repose sur la comparaison du ratio  $Q$  et le rapport entre la valeur future de l'entreprise estimée à partir des données historiques et la valeur comptable des capitaux propres (valeur futur / capitaux propres comptables).

Le modèle classe les entreprises comme créatrices de valeur si :  $Q > VF/Cp$ , à contrario, il les classe comme destructrices de valeur. Si l'entreprise se situe exactement sur la bissectrice ; on dit qu'elle conserve la valeur.

Figure 12 : le modèle de FRUHAN-McKINSEY



**Source :** BARNETO.P et GREGORIO.G, « Finance DSCG », Edition Dunod, Paris 2012, p.57.

### 3.3. Les modèles d'évaluation :

On distingue quatre catégories de critères de mesure de la performance de l'entreprise.



## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 3.3.1. Les critères comptables :

#### a. Le bénéfice par action (BPA) :

Il se calcule comme le rapport entre le résultat net part du groupe et le nombre total d'action en circulation. Le bénéfice par action reste encore l'outil auquel se réfèrent beaucoup de financiers d'entreprise pour l'évaluation d'une entreprise cotée. De surcroît son calcul est nécessaire à la détermination du PER<sup>11</sup> (Price Earnings Ratio) qui se pose lui-même comme référence incontournable des marchés.

#### b. Les taux de rentabilité comptables (ROE, ROCE) :

La performance interne de l'entreprise se mesure par divers indicateurs comptables. Parmi ces derniers on peut citer les taux de rentabilité comptables qui recourent principalement :

- Le taux de rentabilité des capitaux propres (ROE).
- Le taux de rentabilité économique (ROCE).

Les taux de rentabilité comptables des capitaux propres ou de l'actif économique ont le défaut d'être comptables et leur utilisation nuit aux financiers d'entreprise. Ces indicateurs comptables ne prennent pas en considération les exigences du marché : tout se passe comme si l'entreprise était en autarcie.

Une entreprise qui compte investir dans des projets rentables doit exiger un taux de rendement supérieur à sa rentabilité comptable (exemple ROCE). Dans le cas où elle ne prend pas en compte l'exigence des actionnaires, elle peut courir le risque :

- De perdre des opportunités d'investissements, si le ROCE > CMPC
- De détruire de la valeur, en investissant dans des projets qui ont des rendements supérieurs au ROCE mais inférieurs au CMPC si le ROCE < CMPC.

Seul le rendement exigé par le système financier (CMPC) doit être utilisé comme minimum requis.

---

<sup>11</sup> C'est un multiple qui est utilisé pour évaluer une action (PER = valeur de l'action / BPA)

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 3.3.2. Les critères hybrides (mi-comptables mi-financiers) :

#### a. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA®<sup>12</sup>) :

La valeur ajoutée économique ou profit économique est un concept qui a été popularisé au milieu des années 1980 par le cabinet de consultant J.Stern et B.stewart. Ce profit économique est une mesure de l'enrichissement de l'entreprise durant un exercice et tient compte du cout des deux ressources de financement à savoir : les dettes financières et les capitaux propres.

L'EVA est défini comme étant le *surplus obtenu après rémunération de tous les apporteurs de fonds, dettes et capitaux propres*. A ce stade là, le profit économique est calculé après rémunération des créanciers et des actionnaires sur la base du taux minimum exigé. Le surplus réalisé est alors une valeur créée par l'entreprise.

Le profit économique se mesure par la différence entre la rentabilité des capitaux investis (rendement réalisé) et le CMPC (rendement exigé) multipliée par le montant comptable de l'actif économique de début de période pour calculer la création de valeur de la période. Le montant de la valeur créée et déterminé par le profit économique est représenté en numéraire et non pas en pourcentage, il est donc plus facile de construire un tableau prévisionnel des EVA.

$$\text{profit économique} = \text{actif économique} \times (\text{Re} - \text{K}).$$

Où :

**Re** : le taux de rentabilité économique (résultat net avant frais financiers / capitaux investis)

**k** : le coût moyen pondéré du capital

Selon la valeur de l'EVA trois situations peuvent se distinguer :

EVA > 0 : création de valeur pour l'actionnaire.

EVA < 0 : destruction de la valeur pour l'actionnaire.

EVA = 0 : pas de création ni de destruction de valeur.

#### Les limites de l'EVA

---

<sup>12</sup> Le modèle EVA®-MVA® est une marque du bureau de conseil Stewart et Stern

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

- La difficulté rencontrée lors de l'évaluation du capital investis à cause des distorsions fiscales et comptables.
- Elle ignore la possibilité d'abandon, de retard, d'augmentation de la portée d'un investissement, c'est donc une méthode peu adaptée aux entreprises de croissance ou positionnées sur un marché en déclin.
- Elle présuppose que la structure financière de la société reste inchangée durant la période de référence.
- L'EVA est un outil statique de mesure de création de valeur. Elle a tendance à défavoriser les entreprises en phase d'investissement et privilégier les industries matures.

### b. Le taux de rentabilité interne (CFROI)

Cet indicateur, traduction de Cash Flow Return On Investment, a été Développé par le cabinet Holt Value Associates, il considère l'entreprise comme un seul et grand projet d'investissement. Le CFROI fait intervenir deux éléments essentiels pour son calcul.

Afin d'apprécier la création de valeur on compare le CFROI au CMPC :

CFROI > CMPC alors l'entreprise crée de la valeur.

CFROI < CMPC alors l'entreprise est destructrice de valeur.

CFROI = CMPC alors il n'y a ni création ni destruction de valeur.

Le Cash-flow Return On Investment d'une entreprise est l'équivalent du taux de rendement interne (TRI) d'un investissement. Il correspond dans sa version originale à la moyenne des TRI des investissements actuels de l'entreprise.

$$\text{Actif économique brut}^{13} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{EBE}_i}{(1 + \text{CFROI})^i}$$

L'avantage fondamental du CFROI est qu'il prend en considération l'inflation qui, dans la plupart des cas, surestime les cash-flows à venir.

---

<sup>13</sup> L'actif économique brut est le montant des capitaux investis augmenté des amortissements cumulés. En fait avec l'inflation, l'actif est comme capitalisé, au taux de cette dernière : valeur de l'actif \* (1+taux d'inflation), pour annuler cette opération on divise la valeur de l'actif sur (1+ taux d'inflation)

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### 3.3.3. Les critères boursiers

#### a. La valeur ajoutée du marché (MVA®<sup>14</sup>)

La valeur ajoutée du marché traduction faite de market value added est un indicateur boursier qui mesure le surplus de valeur créée par une entreprise cotée. La MVA reflète la richesse créée et accumulée par l'entreprise depuis sa création.

Elle est calculée comme suit :

- l'écart entre la valeur de marché de l'entreprise (capitalisation boursière et valeur de marché des dettes) appréhendée comme la valeur de revente, et la valeur comptable de l'actif économique.

$$\mathbf{MVA = Capitalisation boursière + Endettement net - Actif économique}^{15}$$

- Ou bien, si la valeur de la dette est égale à son montant comptable, la différence entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres.

$$\mathbf{MVA = Capitalisation boursière - Montant comptable des capitaux propres}$$

La variation de la MVA est un critère plus pertinent que la seule évolution du cours de bourse puisqu'il met en évidence l'augmentation de la valeur et des capitaux investis pour y parvenir.

La MVA peut également être établie à partir des montants d'EVA futures actualisées au coût du capital comme l'illustre la formule suivante :

$$\mathbf{MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + CMPC)^i}}$$

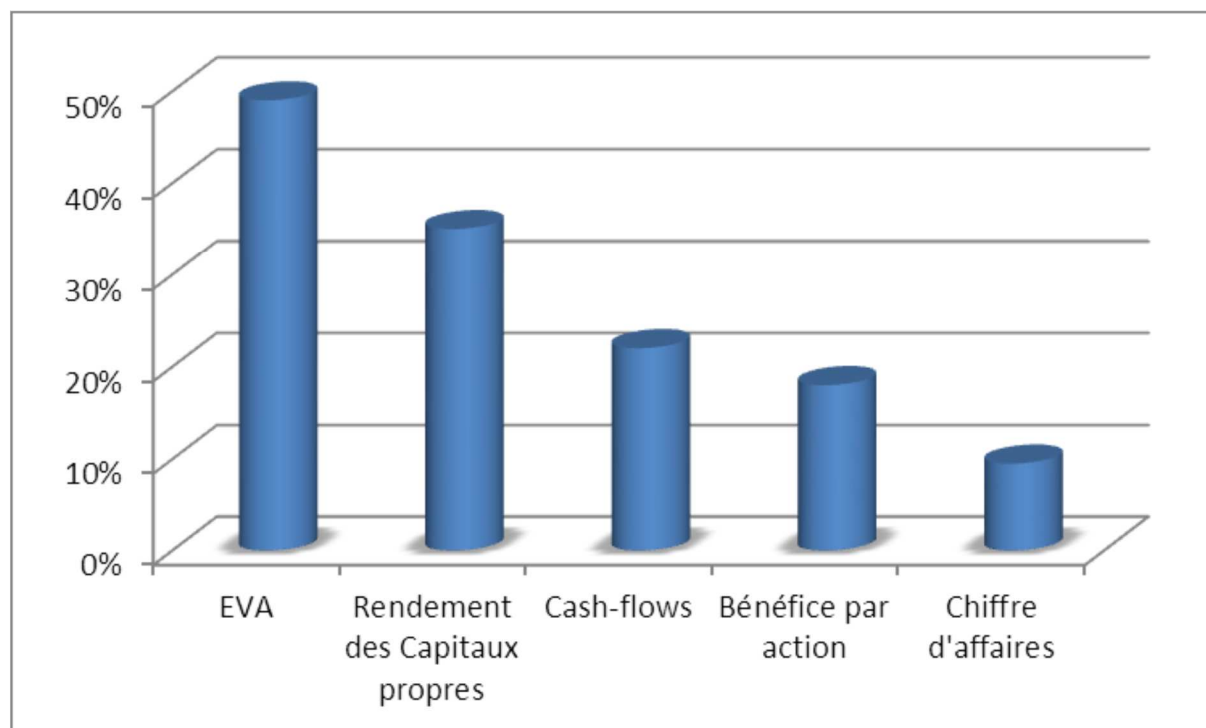
<sup>14</sup> Market Value Added- marque déposée par J.Stern et G. Stewart

<sup>15</sup> L'Actif économique = valeur comptable des capitaux propres + montant comptable de l'endettement

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Alors que l'EVA est considérée comme une mesure de performance interne, la MVA est une mesure de performance externe.

Figure 13 : La variation de la MVA expliquée par les mesures de performance



**Source :** Al Ehrbar, « EVA Les défis de la création de valeur », Ed Village mondial, Paris, 2000, P125.

### b. Le taux de rentabilité total de l'actionnaire (TSR) :

Total Shareholder Return (TSR) développé par le Boston Consulting Group. C'est un indicateur externe de mesure de la création de valeur, il représente la variation de la valeur du capital d'une société cotée en bourse durant une période (généralement une année) majorée de la distribution de dividendes exprimé en pourcentage de la valeur de début de période.

Cette définition peut être traduite par la formule suivante :

$$\text{TSR} = \frac{(\text{Pt} - \text{Pt-1}) + \text{D}_0}{\text{Pt-1}}$$

Avec :

**Pt-1** : prix d'acquisition de l'action.

**Pt** : prix de l'action en temps t.

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

**Dt:** Tous les dividendes versés aux actionnaires au cours de la période t.

Pour apprécier la création de valeur, le TSR doit être comparé au taux de rentabilité attendu par l'actionnaire (CMPC). Il y a création de valeur si le TSR est supérieur au coût moyen pondéré du capital. Dans le cas contraire, Il y a destruction de valeur.

En vue de garantir un TSR élevé pour les actionnaires; les décisions doivent répondre au mieux aux attentes du marché concernant le profit économique; en effet, l'indicateur TSR est fortement corrélé avec ce qui est attendu et ce qui est réalisé en termes de création de valeur.

Il est à noter que le TSR peut être comparé à celui d'une autre société, d'un secteur ou alors d'un benchmark sans pour autant prendre en compte la notion de taille de la société.

Cependant pour être significatif, ce calcul doit être effectué sur une période assez longue (de 5 à 10ans) afin de lisser l'impact de variations boursières erratiques. Le TSR est un indicateur qui permet d'étudier la performance globale de l'entreprise, dès lors il ne peut pas être calculé par une rivière de valeur.

### 3.3.4. Les critères financiers :

#### a. Le modèle d'évaluation des cash-flows disponibles (DCF)

La méthode d'évaluation de l'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie est développée en 1990 par le cabinet McKinsey. Dans cette méthode, l'entreprise est considérée comme une entité dont la valeur correspond à la somme des valeurs actuelles des flux futurs, engendrés par son exploitation, actualisés à un taux approprié.

Les Cash-flows représentent le potentiel de création de valeur de l'entreprise car ils peuvent être réinjectés dans la société. Cette méthode influencée par les marchés financiers, permet de dégager la valeur économique de l'entreprise en faisant abstraction de ses dettes financières.

Le modèle DCF découle en fait du modèle de la valeur actuelle net (VAN). Cette méthode est le plus fréquemment utilisée dans les opérations d'acquisition et de cession comme elle peut

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

aider les dirigeants à évaluer régulièrement la création de la valeur pour tous les actionnaires de la société.

La valeur actionnariale peut s'exprimer comme suit :

$$\text{valeur actionnariale} = \text{VA}_{\text{période explicite}} + \text{VA}_{\text{résiduelle}} - \text{D}$$

La démarche d'évaluation par cette méthode se déroule en trois étapes principales que nous décrivons ci-dessous :

- **L'estimation des flux de trésorerie disponible :**

La procédure de prévision des flux de trésorerie consiste à actualiser ces derniers sur une durée de visibilité limitée appelé horizon explicite. Cet horizon varie selon les secteurs (de 5 à 7 ans pour les biens de consommation, de 20 à 30 ans dans les services et les collectivités).

L'estimation des flux de trésorerie est réalisée selon l'équation suivante :

$$V_{AP} = \sum_{i=1}^n \frac{FF_i}{(1+k)^i}$$

**FF<sub>i</sub>**: les flux financiers sur la période *i* ;

**k** : le taux d'actualisation, qui est le coût moyen pondéré du capital ;

**V<sub>AP</sub>** : La valeur actualisée des flux futurs disponibles.

Ces flux financiers disponibles représentent les ressources dégagées par l'exploitation de l'entreprise après financement de sa croissance par des investissements supplémentaires ou par l'augmentation de son besoin en fonds de roulement.

Ils se calculent comme suite :

$$FF_i = RE_i + DAP_i - Impot_i - \Delta BFR_i - Inv_i$$

**RE** : Résultat d'exploitation ;

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

**DAP** : Dotations aux amortissements et provisions

**Impôt** : Impôt relatif à l'exploitation (pas d'économie d'impôt grâce aux charges financières) ;

**ΔBFR** : Variation du besoin en fond de roulement ;

**Inv** : Investissement de reconstitution .

- **Estimation de la valeur résiduelle (terminale) :**

La valeur terminale est une valeur postérieure à l'horizon de prévision. Cette valeur la plus couramment utilisée est fondée sur un taux (g) de croissance à l'infini d'un flux normatif (formule de Gordon-Shapiro) :

$$\text{Valeur résiduelle (VA}_R) = \frac{\text{Flux normatif}}{\text{CMPC} - g}$$

La difficulté d'estimation de la valeur terminale réside dans la détermination du flux normatif et du taux de croissance le plus adéquat. Le flux normatif doit être cohérent avec le plan d'affaires à moyen terme. Il représente le flux moyen que l'entreprise devrait générer au-delà de l'horizon explicite.

Quant au taux de croissance il doit représenter la croissance à long terme de la rentabilité économique et de l'activité. Il ne saurait être largement supérieur au taux d'inflation majoré du taux de croissance à long terme de l'économie.

La valeur résiduelle de l'entreprise constitue souvent une part importante de la valeur totale. Cet état de fait illustre les difficultés et imprécisions qui entourent la mise en œuvre des DCF.

- **Evaluation du coût de la dette de la société :**

La valeur de l'endettement net est composée de l'ensemble des dettes bancaires et financières (à court, moyen ou long terme) ainsi que les disponibilités et les placements financiers. Théoriquement, la valeur de l'endettement net est égale à la valeur actuelle des flux futurs à payer (intérêts + capital) actualisés au coût de marché de la dette.



## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

Autrement dit La dette de la société doit être évaluée non pas à sa valeur comptable mais à sa valeur de marché en raison de la forte variation des taux d'intérêt par rapport à la date où la société a contracté ses emprunts. Par ailleurs elle ne s'applique pas aux crédits bancaires classiques. Le taux à retenir pour l'évaluation du coût de cette dette est soit le taux actuariel de celle-ci, soit, si elle est cotée le coût réévalué en fonction de sa cotation.

Concrètement, cette méthode permet de déterminer le montant de la valeur créée sur une période, en calculant année après année la valeur actionnariale. Le fait de soustraire à la valeur actionnariale obtenue à la fin d'une année celle de l'année précédente permet de déterminer la valeur créée entre les deux périodes.

Dans cette section, nous avons constaté qu'il existe une multitude de modèles et d'outils pour évaluer la valeur créée dans l'entreprise. Certains l'apprécient de façon qualitative d'autres par contre permettent de l'approcher de manière chiffrée. Le choix du modèle d'évaluation dépend de la disponibilité de l'information financière.

S'agissant du TSR, par exemple, l'actionnaire y trouve une évaluation pertinente la rentabilité de ses titres. L'EVA® constitue par contre un puissant outil stratégique pouvant aider le manager dans sa gestion

## Chapitre 2: Mesure de la création de la valeur

### Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, on s'est intéressé aux méthodes de quantification de la valeur créée. En effet il est primordial de pouvoir mesurer avec précision la performance de la société pour pouvoir piloter sa gestion avec plus d'efficacité.

La majorité des outils dont dispose le financier d'entreprise pour mesurer la création de valeur se basent sur deux notions principales : le coût moyen pondéré du capital et la rentabilité des capitaux investis.

Pour le calcul du coût moyen pondéré du capital, nous avons commencé par estimer le coût des capitaux propres grâce aux modèles de Gordon-Shapiro, le MEDAF et l'APT. En suite nous avons présenté les méthodes d'estimation les plus répandues pour les autres formes de financement (dettes, emprunts obligataires, crédit-bail...). Ainsi nous sommes arrivés à calculer un coût moyen pondéré du capital qui tient compte de toutes les sources de financement y compris les capitaux propres.

En ce qui concerne la rentabilité des capitaux investis, nous avons montré que le NOPAT était l'agrégat standard qu'il fallait utiliser. Cependant, nous avons mis l'accent sur la nécessité du retraitement des données comptables pour arriver à mieux refléter la réalité économique des performances de l'entreprise.



## Etude de cas : Alliance Assurance

### Section 1 : Présentation générale de la compagnie Alliance Assurances

**Alliance Assurances** est une société par actions créée en juillet 2005 dans le cadre de l'ordonnance 95-07 du 25 janvier 1995 du Ministère des Finances, consacrant l'ouverture du marché des assurances.

Elle a débuté son activité en 2006 suite à l'obtention de l'agrément n° 122/05 et pratique l'ensemble des opérations d'assurance et de réassurance.

La société vise les segments traditionnels des assurances (risques industriels, automobile, transports...) ainsi que les segments non exploités ou peu développés sur le marché tels que :

- Les assurances de particuliers et de ménages ;
- Les assurances des PME/PMI, professions libérales, commerçants et institutionnels ;
- Des gammes de produits dans le domaine des grands chantiers, du logement et de l'industrie ;
- Les risques d'habitation et des risques divers.

#### Les produits de la société

Les domaines d'activités de la compagnie sont les suivants :

- Les risques des particuliers ;
- Les professions libérales et indépendantes ;
- Les petites et moyennes entreprises ;
- Les grandes entreprises industrielles ;
- Les administrations et les collectivités locales ;
- Les activités de transport toutes catégories sur corps et facultés ;
- Les activités bancaires et institutions financières ;
- Les grands projets d'infrastructures et de superstructures.

#### **1.1 Historique :**

**2004** : Création administrative d'Alliance Assurances SPA au capital initial de 500 millions DA par un groupe d'investisseurs nationaux dans le cadre de l'ordonnance 95-07 du 25 janvier 1995 du Ministère des Finances, consacrant l'ouverture du marché des assurances.

**2006** : Lancement effectif de son activité en 2006, suite à l'obtention de l'agrément n°122/05.

## Etude de cas : Alliance Assurance

**2007** : Lancement du programme de développement 2007 – 2010.

- Triplement du chiffre d'affaire en 2006 rapport à 2007.
- La compagnie devient bénéficiaire.
- Lancement de la filiale Algérie Touring Assistance « ATA ».

**2008** : Alliance Assurances se place à la deuxième place du secteur privé.

- Optimisation de la politique de communication en privilégiant les actions de mécénat.

**2009** : Lancement de la filiale ORAFINA dédiée au développement d'ERP dans les secteurs financiers.

- Augmentation du capital social qui passe à 800 millions de DA.

**2010** : Lancement d'un appel public à l'épargne, qui a permis à la « Société » d'accroître son capital social de 800 Millions De Dinars à 2,205 milliards de Dinars.

-Déploiement au sein du réseau d'un nouveau progiciel de gestion intégré dénommé IRIS.

- Extension du réseau commercial National à près de 200 points de vente.

**2011** : C'est l'année de transition, de réorganisation et de préparation qui permet de préparer le lancement du plan stratégique 2012 – 2014<sup>1</sup>.

### 1.2 Répartition du capital :

Alliance Assurances est une société par action dont le capital est réparti<sup>2</sup> comme suit :

Tableau 2 : Répartition de capital au sein d'Alliance Assurance

Dénomination ou Nom et Prénom	Nombre d'actions	Pourcentage
Khelifati Hassen	2 553 984	<b>44%</b>
Rahmoune Mohammed	870 676	<b>15%</b>
Aissatti Mohammed	812 631	<b>14%</b>
Magnreb Truck Company Spa	522 405	<b>9%</b>
Ourahmoune Abdelhakim	406 315	<b>7%</b>
Etraba Sarl	261 202	<b>4,5%</b>
Egetraba Sarl	174 135	<b>3%</b>
Outhmani Salim	116 090	<b>2%</b>
Kassi Abdelrahim	87 067	<b>1,5%</b>
<b>Total</b>	<b>5 804 511</b>	<b>100%</b>

<sup>1</sup> Rapport de gestion d'Alliance Assurance.

<sup>2</sup> Notice d'information d'Alliance Assurance

## Etude de cas : Alliance Assurance

Le capital social d'Alliance Assurances est de 2.205.714.180 divisé en 5.804.511 actions d'une valeur nominale de deux cents dinars algérien (380 DA) chacune, numérotées de 01 à 5.804.511 entièrement souscrites et libérées et attribuées avec toutes leurs spécificités de droit de propriété aux actionnaires.

### 1.3 Gouvernance :

#### 1.3.1 Direction de la société:

La gestion d'Alliance Assurance est assurée par :

**Hassen Khelifati** : Il occupe le poste de Président Directeur Général de la société Alliance Assurance depuis sa création. Il a commencé sa carrière professionnelle en 1996 en qualité de chargé d'études au niveau de Crédit Populaire d'Algérie. Il a rejoint par la suite le groupe familial en qualité de Vice Président chargé du développement du groupe et directeur général de la filiale SOVEMAC. Depuis juillet 2004 **Hassen Khelifati** occupe le poste de fondateur et Président Directeur Général de la compagnie Alliance Assurances.

**M.Khelifati** est diplômé en sciences financières et commerciales de l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger en 1993. Il a obtenu par la suite un DESS-Banques de la même école en 1995 et un MBA en Management en 2003 de l'INSIM Alger en collaboration avec UQAM Montréal.

#### a- Principaux Cadres Dirigeants :

##### **Seksaf Omar : Directeur Général Adjoint Technique**

Diplômé de la faculté de Droit d'Alger en 1978. M. Omar SEKSAF a occupé divers postes de responsabilités au ministère des Finances et dans des compagnies d'assurances. Il a été pendant de nombreuses années en tant que Directeur Général Adjoint de la CAAR.

##### **Sakhri Nadhim : Directeur Financier & Comptable**

Licencié en Sciences économiques Option Finance à l'Université du Caroubier, titulaire d'un DESS Finances à l'ISGP et d'un MBA exécutif à l'ESAA.; Nadhim a occupé divers postes de responsabilités dans des compagnies d'assurances et des banques,. Avant de rejoindre Alliance Assurances, il assumait les mêmes fonctions auprès de Cardif el Djazair, filiale de BNP Paribas.

##### **Mesloub Rabeh : Directeur des Ressources Humaines**

## **Etude de cas : Alliance Assurance**

Diplômé d'études supérieures en Management des Ressources Humaines. Cadre des ressources humaines depuis 2002 dans plusieurs sociétés dont Alstom Algérie SPA en 2008.

### **Saidj Mohamed : Directeur assurances de personnes**

Licencié en droit privé en 1972, responsable dans plusieurs sociétés d'assurances depuis 1971.

### **Sellidj Abdelhakim : Directeur de l'automobile et des risques simples**

Licencié en sociologie, Diplômée d'un Troisième cycle professionnel à l'IFID en 1985. Responsable dans plusieurs sociétés d'assurance depuis 1987 et directeur de la réassurance chez la SAA de 2003 à 2009.

### **Boutrab Riad : Directeur Assurances Transports**

Diplômé d'un Troisième cycle professionnel dans les finances et assurances à l'IFID en 2000. Chef du Département des Assurances Transports dans plusieurs sociétés depuis 2000. Chef du Département des Assurances Transports chez la CAAR de 2001 à 2005.

### **Belhouchet : Epouse Mahdi. Wided Directrice de la Réassurance**

Diplômée d'un Troisième cycle professionnel à l'Institut de Financement et Développement du Maghreb Arabe – Tunis (1998-1999). Cadre dans des sociétés d'assurances depuis 2000 Directrice Technique (souscription et sinistres) au niveau du bureau de représentation de BEST Re en Algérie, de 2006 à 2009.

#### **b- L'Assemblée Générale :**

L'assemblée générale est composée des représentants légaux d'actionnaires juridiquement capables et personnes physiques représentant des personnes morales actionnaires. L'Assemblée générale est présidée par le président du Conseil d'Administration.

L'assemblée Générale ordinaire se réunie au moins une fois par an à la demande du conseil d'administration, dans les six mois de la clôture de l'exercice. Cette assemblée prend toutes les responsabilités et décisions autres que celles attribuées par la loi à l'Assemblée Générale Extraordinaire. Dans ce cadre le contrôle de la société, se fait par un ou plusieurs Commissaires aux comptes, pour une période de 3 ans afin de procéder aux vérifications des

## Etude de cas : Alliance Assurance

comptes ainsi que la certification des états financiers conformément à l'article 715 bis 4 du Code de Commerce.

### c- Le conseil d'administration :

Selon les statuts d'Alliance Assurances Spa, la société est dirigée par un Conseil d'Administration composé de 7 administrateurs. Les membres du conseil d'administration sont nommés par l'Assemblée Générale constitutive ou par l'Assemblée Générale Ordinaire pour une durée maximale de 6 ans renouvelable.

#### • Comités émanant du Conseil d'Administration :

La société s'est dotée d'un ensemble de comités dont la mission est d'accompagner le conseil d'administration dans l'accomplissement de ces missions :

##### ✓ Le comité stratégique :

Son rôle consiste à tracer les principales orientations stratégiques pour l'entreprise, sans aucun pouvoir décisionnel. Les principales attributions du comité stratégique sont :

- Le suivi des orientations discutées et consignées sur les PV des anciennes réunions ;
- La préparation des décisions stratégiques à soumettre au conseil d'administration ;
- Traite les décisions clés de la compagnie.

Le comité est présidé par Monsieur Hassen Khelifati . Il se tiendra trimestriellement.

##### ✓ Le comité d'Audit :

Le comité d'audit a été mis en place en 2010, dans le but de s'assurer de la bonne conduite du métier et de respect des procédures de la réglementation. Il se tiendra trimestriellement.

##### ✓ Autres comités du conseil :

Il existe d'autres comités émanant du conseil d'administration :

- **Le comité de rémunération :** la mission de ce comité est d'examiner les rémunérations des cadres-clés de l'entreprise et proposer au conseil d'administration les enveloppes de bonus annuels, pour l'ensemble des employés. La liste des membres de ce comité est en cours de validation.
- **Le comité pour l'éthique et le développement durable :** ce comité est présidé par Madame HADADI Samia , sa mission est d'assurer une veille en matière de respect des règles d'éthique.



## Etude de cas : Alliance Assurance

- **Contrôle externe de la société :**

Le contrôle externe est exercé par un commissaire aux comptes **M. Meguellati Encha Allah** nommé par l'Assemblée Générale pour une période de 3 ans renouvelable une fois.

### 1.3.2 Pratique de bonne gouvernance :

**Alliance Assurances** est l'une des premières compagnies en Algérie à adopter les pratiques de bonne gouvernance, cela est dû à plusieurs facteurs, qui l'ont conduit à mettre en place ces pratiques :

- La compagnie été la première entreprise privée à adhérer au code algérien de bonne gouvernance.
- La croissance de l'actionnariat a constitué un conflit, auquel une solution efficace est devenue indispensable pour la pérennité de l'entreprise ;
- La volonté de Hassen Khelifati de construire une entreprise solide sur le long terme, tout en éliminant l'injustice à l'égard de certains actionnaires et employés, en les impliquant dans la stratégie de l'entreprise ;
- L'ouverture du capital de la société en 2010. Il a mandaté des changements importants dans la gouvernance de l'entreprise.

Sur un plan synthétique, la documentation qui traite de la « Corporate Governance » s'accorde à considérer les règles suivantes comme étant fondamentales pour asseoir une bonne gouvernance de l'entreprise<sup>3</sup> :

#### **a. La bonne diffusion des principes de bonne gouvernance au sein de l'organisation :**

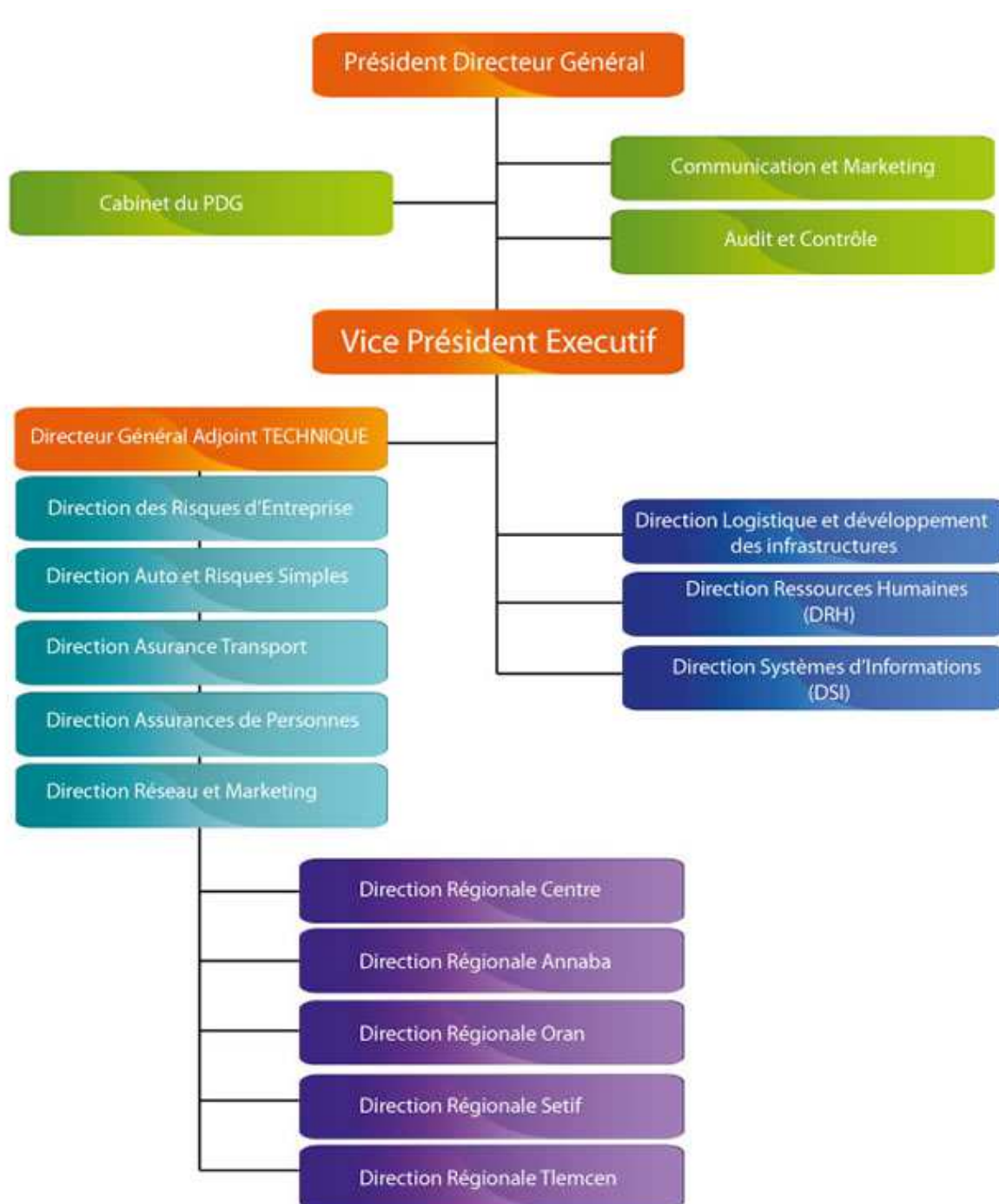
Au plan organisationnel, la société est dotée d'un organigramme organisationnel clair assorti de fiches de fonctions détaillées et adossées à un manuel de procédures et de contrôle interne formel.

---

<sup>3</sup> Notice d'information Alliance Assurances

## Etude de cas : Alliance Assurance

Figure 14 : L'organigramme de la compagnie



**Source** : Notice d'information d'Alliance Assurances

## Etude de cas : Alliance Assurance

Au plan culturel, une mission d'évaluation de la bonne diffusion des principes de bonne gouvernance a été conduite par l'équipe Corporate Gouvernance de l'IFC (Groupe Banque Mondiale).

### **b. La pertinence du rôle du Conseil d'Administration :**

En termes de définition des rôles et des responsabilités des membres du conseil d'administration, la compagnie s'est dotée d'un règlement intérieur du conseil d'administration. Le rôle du conseil vis-à-vis du top management est clairement défini, et la séparation de la fonction de Directeur Général de la fonction de Président du Conseil d'Administration effectivement.

En terme de comités émanant du conseil, la société s'est dotée d'un comité de la stratégie et des investissements, qui se réunit trimestriellement, et ce depuis l'introduction en bourse. D'autres comités du Conseil sont créés ou en cours de création, il s'agit notamment du comité de rémunération et du comité pour le développement durable.

Le Conseil d'administration a décidé de renforcer le top management en créant une direction générale adjointe support, une direction générale adjointe technique et une direction générale adjointe commerciale.

### **c. L'existence de la structure « contrôle de gestion » :**

En termes de gestion de sinistre, la compagnie procède de manière périodique à des missions d'audit opérationnel, visant à identifier les risques liés à une mauvaise application du manuel de procédures et de contrôle interne.

- **Systeme de rémunération :**

- ✓ **La rémunération des dirigeants :**

Leur rémunération est fixée par le conseil d'administration. La rémunération des dirigeants est composée d'une part fixe et d'une part variable indexée sur la performance de la compagnie.

**La rémunération variable des dirigeants** est établie pour moitié en fonction de critères quantitatifs et pour moitié en fonction de critères qualitatifs. Les critères quantitatifs incluent :

- L'évolution du chiffre d'affaires par rapport aux objectifs de la société et de ses concurrents ;
- L'évolution du résultat net des activités sur chiffre d'affaires.

## Etude de cas : Alliance Assurance

Les dirigeants d'Alliance Assurances bénéficient d'un bonus annuel ne dépassent pas les 30% du salaire annuel.

### ✓ La rémunération des employés :

Malgré que la compagnie n'ait pas adopté un système de gestion par la valeur, elle a mis en place un système de rémunération indexé sur la performance de l'entreprise, ce système vise à lier la rémunération de tous les employés aux performances réalisées par l'entreprise.

La prime variable est calculée en considérant trois variables :

- La performance économique : dès que le résultat dépasse l'objectif, un pourcentage du supplément est distribué.
- La performance opérationnelle
- La performance individuelle : l'absence non justifiée vient en diminution de la prime.

Plus la compagnie augmente ses revenus, plus ces collaborateurs participent à sa réussite, plus la prime est importante.

## Etude de cas : Alliance Assurance

### Section 2 : Mesure de la création de la valeur actionnariale

Avant de procéder à l'analyse de l'activité on a jugé nécessaire la présentation des caractéristiques du marché Algérien des assurances afin de mieux comprendre l'activité de la compagnie.

#### 2.1 Caractéristiques du Marché Algérien des assurances :

Le marché algérien des assurances totalise un taux de pénétration voisin de 0,6 % du PIB, malgré une forte croissance de celui-ci. De ce fait, le marché algérien des assurances dispose d'un potentiel de croissance considérable. Il est actuellement dominé par le secteur public détenant 63% des parts de marché à travers ses entreprises (SAA, CAAR, CAAT ....) contre 25% pour les sociétés privées, 10% pour les mutuelles et 3% pour les sociétés mixtes.

L'assurance obligatoire (automobiles, risques industriels) prédomine le secteur des assurances en Algérie, avec une faible croissance pour les assurances facultatives, spécialement l'assurance vie.

L'activité financière marque la contribution des sociétés d'assurances dans le financement de l'économie, mission qui s'ajoute à celle de la protection des biens et des personnes.

- **Production du marché par société :**

Depuis 2011, le marché des assurances se trouve scindé en deux grandes catégories de sociétés d'assurances : les sociétés d'assurances de personnes et les sociétés d'assurance de dommages, avec une nette prédominance de cette deuxième catégorie.

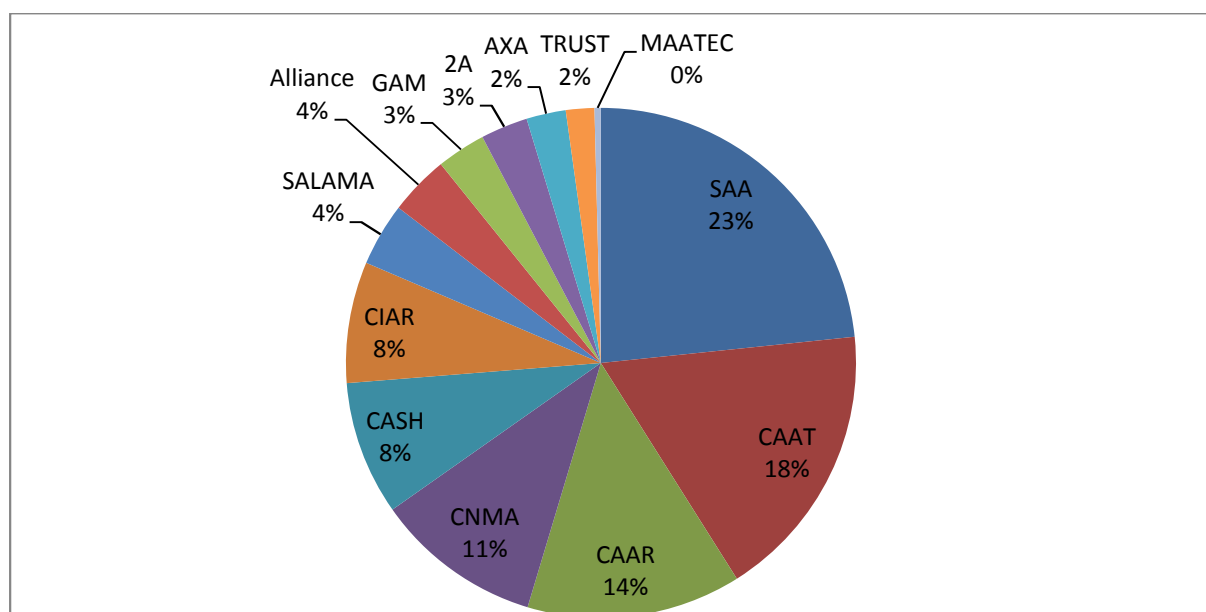
Tableau 3 : Production globale de marché des assurances

	2012	2013	Variation
<b>Sociétés Dommages</b>	92 714	105 827	14 %
<b>Sociétés Ass. Personnes</b>	6 916	8 168	18%
<b>Total Général</b>	<b>99 630</b>	<b>113 995</b>	<b>14%</b>

## Etude de cas : Alliance Assurance

- **Parts de marché des compagnies d'assurance :**

Figure 15 : Part de marché des compagnies d'assurances



Source : Rapport de gestion d'Alliance Assurance

Alliance Assurance en étant la 1<sup>ère</sup> société privée cotée à la bourse d'Alger se positionne comme la deuxième compagnie du secteur privé avec une part de marché de 4% et la 4<sup>ème</sup> pour le secteur financier après Société Générale, BNP Paribas et AGB.

- **Valeur ajoutée de la compagnie :**

Présente à l'échelle nationale sur 42 wilayas pour plus de 380 000 clients, Alliance Assurances a pour objectif l'amélioration continue de la prestation de service et la modernisation des méthodes de gestion des sinistres.

La compagnie vise à être l'assureur préféré des algériens.

- **Stratégie de la compagnie :**

La stratégie de développement de la compagnie Alliance Assurances, est bâtie autour d'un objectif majeur qui est l'édification d'une compagnie algérienne aux normes et standards internationaux, ce en s'appuyant sur les aspects suivants :

- Développement dynamique ;
- Transparence ;

## Etude de cas : Alliance Assurance

- Organisation, et qualité de service ;
- Professionnalisme.

### Développement dynamique

**Transparence :** Alliance Assurances poursuit une politique de distribution de dividendes objective et raisonnable en assurant un effort d'investissement et de développement continu et maîtrisé.

Alliance Assurances a été la première entreprise algérienne à avoir adopté la charte de bonne gouvernance. Cet acte est un des éléments fondamentaux qui accompagne le développement de la compagnie ; il dénote la ferme volonté de respecter les assurés, ainsi que tous les partenaires de la compagnie.

**Organisation, et qualité de service :** La compagnie a ainsi déterminé et analysé ses points forts qui lui apportent non seulement une grande force morale mais aussi des avantages compétitifs :

- un management moderne, bien formé, motivé et dynamique,
- une force d'innovation,
- une écoute client et une prise en charge rapide des réclamations et des doléances de la clientèle,
- un effort continu en matière de formation, de recyclage, de mise à niveau et de perfectionnement,
- une prise en charge des dossiers « sinistres clients » à performer,
- un dialogue à consolider entre les clients et leurs vis-à-vis au sein des agences
- une réduction des délais d'indemnisation

**Professionnalisme :** A la fin de l'exercice 2015, la compagnie a réalisé un chiffre d'affaires de 4,30 milliards de DA et s'est ainsi classée deuxième compagnie du secteur privé et septième au niveau national. La part de marché détenue par la compagnie à fin 2015 est de 4% sur l'ensemble du marché national des Assurances. Alliance Assurances persévère dans la consolidation de sa croissance et confirme son positionnement au sein de la concurrence en présentant des perspectives de développement très attrayantes.

### Produits innovants :

## Etude de cas : Alliance Assurance

Alliance Assurances a mis en œuvre des procès de transversalité et de circulation de l'information entre les branches techniques et ce avec le soutien des équipes marketing et communication, afin de travailler sur de nouvelles combinaisons de produits et d'autres offres innovantes susceptibles d'offrir aux consommateurs de plus forte valeur ajoutée.

**Système d'Information :** La compagnie poursuivra sa politique de modernisation et de diversification de son réseau commercial afin de permettre l'amélioration durable de la qualité de ses prestations. Cette politique s'appuiera spécialement sur le nouveau système d'information dont l'implémentation a débuté le 1er janvier 2010. Ce système d'information dénommé « IRIS » consiste en un nouveau progiciel de gestion intégré qui permet et permettra à la compagnie de coordonner l'ensemble de ses activités horizontales (production, gestion de sinistres...) et verticales (paie, comptabilité..). Ce progiciel est développé, au sein de la filiale ORAFINA d'Alliance Assurances, par des équipes informatiques exclusivement nationales, très performantes.

**Formation :** La compagnie attache une importance primordiale à sa politique de formation interne, qui demeure un des atouts essentiels, car constituant un facteur majeur permettant de mettre en exergue, les compétences individuelles nécessaires au développement. Alliance Assurances se dote d'un centre de formation interne, muni de toutes les commodités nécessaires ainsi que d'un centre d'hébergement localisé à Alger, afin de lancer un programme ambitieux de formation , de recyclage des compétences et de mise à niveau de l'ensemble du personnel de la compagnie et plus particulièrement des employés relevant du front office .

### 2.2 Estimation de la création de valeur par Alliance Assurance :

Notre évaluation d'Alliance Assurance portera sur la période allant de 2013 à 2015, en appliquant la méthode EVA-MVA du cabinet Stern-Stewart (nous avons préféré appliquer uniquement les indicateurs de performances économique et boursières les plus répandus) Dans ce cadre, nous allons estimer d'abord les déterminants de la création de valeur, à savoir : Le NOPAT, les capitaux investis et le coût moyen pondéré du capital. Nous procéderons par la suite aux retraitements nécessaires.



## Etude de cas : Alliance Assurance

### 2.2.1 Estimation des déterminants de la création de valeur :

Afin de mesurer la création de valeur de la société, nous devons d'abord calculer le NOPAT ainsi que les capitaux investis.

- a. **Le NOPAT** : est calculé à partir du résultat opérationnel corrigé de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

$$\text{NOPAT} = \text{Résultat Opérationnel} \times (1 - \text{IBS})$$

Tableau 4 : Calcul du NOPAT

En K DA	2013	2014	2015
<b>Chiffre d'affaires</b>	4 150 000	4 426 000	4 431 718
<b>Résultat opérationnel</b>	432 058	457 895	500 514
<b>Taux IBS</b>	23%	23%	16% <sup>4</sup>
<b>NOPAT</b>	332 685	352 579	420 432

Le résultat opérationnel de la société a une tendance haussière. Cela est dû principalement à l'évolution du chiffre d'affaire et une meilleure gestion de sinistralité.

- b. **Les capitaux investis** : seront calculés par le passif selon la formule suivante :

$$\text{CI} = \text{Capitaux propres} + \text{Endettement financier net}$$

Tableau 5 : Calcul des capitaux investis

En KDA	2013	2014	2015
<b>Capitaux propres</b>	2 568 710	2 737 079	2 745 808
<b>Endettement Brut<sup>5</sup></b>	1 387 928	1 424 858	1 749 968
<b>Endettement Net</b>	1 329 689	1 395 036	1 734 355
<b>CI avant retraitements</b>	3 898 399	4 132 115	4 480 163

L'année 2015 a connu une hausse des capitaux investis avant retraitements, soit une hausse de 9% par rapport à 2014. Cela est dû principalement à l'explosion de la part de l'endettement financier net qui est passé de 1,3 MDA en 2014 à 1,7 MDA en 2015.

<sup>4</sup> Le taux d'imposition ressort à 16%, la différence avec le taux sur les sociétés en vigueur en Algérie (23%) s'explique essentiellement par l'effet de l'exonération d'un taux égal à de la part du capital ouvert (31%) selon l'article 66 de la loi de finance 2014.

<sup>5</sup> Endettement Brut = Dette à M/LT + autres dettes financières

## Etude de cas : Alliance Assurance

En effet, cette hausse des capitaux investis entre 2013 et 2015 s'explique par les investissements réalisés durant cette période (1,8 MDA) :

- Développement d'un nouveau produit qui répond aux attentes des commerçants et automobilistes ;
- Evolution de l'infrastructure du système d'information pour la gestion ;
- Développement du réseau commercial (tripler le nombre des points de vente).

### c. Les retraitements à effectuer :

Nous allons effectuer des retraitements qui vont nous rapprocher de la réalité économique de l'entreprise :

#### - Les frais de formation :

La société Alliance Assurance investit énormément dans le capital humain, cette politique se montre clairement par l'importance des charges de formation figurant dans le TCR.

#### - Les dépenses de Marketing :

La société dépense chaque année 8% de son chiffre d'affaires, dans le développement de l'activité marketing.

#### - L'amortissement de certaines charges :

La nature de certaines charges impose leur capitalisation, comme les frais de formation. Ces charges doivent être traitées de la même manière que les immobilisations, ce qui implique qu'elles sont éligibles à un amortissement selon leur nature.

#### - L'amortissement des dépenses de formation :

Tableau 6 : Amortissement des dépenses de formation

En milliers de Dinars	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dépenses annuelles de Formation</b>	7 270	15 430	18 040	15 105	16 687	25 221
<b>Cumul dépenses Formation</b>	7 270	22 700	40 740	55 845	72 532	97 753
<b>Amortissement 2010</b>	727	727	727	727	727	727
<b>Amortissement 2011</b>		1 543	1 543	1 543	1 543	1 543
<b>Amortissement 2012</b>			1 084	1 084	1 084	1 084
<b>Amortissement 2013</b>				1 511	1 511	1 511
<b>Amortissement 2014</b>					1 669	1 669
<b>Amortissement 2015</b>						2 522
<b>Amortissement annuel</b>	727	2 270	4 074	5 585	7 253	9 775

## Etude de cas : Alliance Assurance

<b>Cumul des amortissements</b>	727	2 997	7 071	12 656	19 909	29 684
<b>Montant à réintégrer aux CI</b>	6 543	19 703	33 669	43 190	52 623	68 069
<b>Montant à réintégrer dans le NOPAT</b>	6 543	13 160	13 966	9 521	9 434	15 446

### - L'amortissement des dépenses de Marketing :

Tableau 7 : Amortissement des frais de marketing

En KDA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dépenses annuelles de Marketing</b>	87 023	151 454	116 239	210 861	226 820	204 747
<b>Cumul dépenses Marketing</b>	87 023	238 477	354 716	565 577	792 397	997 144
<b>Amortissement 2010</b>	17 405	17 405	17 405	17 405	17 405	17 405
<b>Amortissement 2011</b>		30 291	30 291	30 291	30 291	30 291
<b>Amortissement 2012</b>			23 248	23 248	23 248	23 248
<b>Amortissement 2013</b>				42 172	42 172	42 172
<b>Amortissement 2014</b>					45 364	45 364
<b>Amortissement 2015</b>						40 949
<b>Amortissement annuel</b>	17 405	47 695	70 943	113 115	158 479	182 024
<b>Cumul des amortissements</b>	17 405	65 100	36 043	249 159	407 638	589 662
<b>Montant à réintégrer aux CI</b>	69 618	173 377	218 673	316 418	384 759	407 482
<b>Montant à réintégrer dans le NOPAT</b>	69 618	103 759	45 296	97 746	68 341	22 723

### - L'amortissement du Goodwill :

Seule la valeur brute est à considérer dans le calcul des capitaux investis. Pour passer à la vision économique, les amortissements cumulés du Goodwill doivent être réintégrés à l'actif de la société :

Tableau 8: Amortissement du Goodwill

En KDA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Goodwill brut</b>	8 104	8 104	33 353	37 601	43 778	44 454
<b>Dépréciation du goodwill</b>	3 365	1 533	4 954	6 796	6 999	7 626
<b>Cumul des amortissements</b>	3 365	4 898	9 852	16 648	23 647	31 73

## Etude de cas : Alliance Assurance

### - Les provisions pour risques et sinistre :

Les provisions pour risques et sinistre sont composées principalement des provisions fiscales, ceci est détaillé comme suit :

Tableau 9 : la variation des provisions pour risques et sinistres

En KDA	2013	2014	2015
Provisions pour risque et sinistre	120 141	8 225	3 640
Variation des provisions	-111 916	-4 585	-

### - Les investissements stratégiques :

Ce retraitement concerne certains investissements dont la rentabilité est différée mais induisant une charge de capital immédiate, pour cela les immobilisations encours qui figurent au bilan depuis plus de 3 ans sont considérés comme des investissements stratégiques.

### - Calcul du NOPAT et des capitaux investis après retraitement

Tableau 10 : Calcul des CI et NOPAT retraités

En KDA	2013	2014	2015
<b>Capitaux investis avant retraitement</b>	3 898 399	4 132 115	4 480 163
(+)Dépenses de Marketing	316 418	384 756	470 482
(+)Dépenses de formation	43 190	52 623	60 670
(+)Amortissement cumulé du Goodwill	16 648	23 647	31 273
(+)Provisions pour risques et sinistres	120 141	8 225	3 640
(+) impôt différés	1 728	3 645	0
(+) charges extraordinaires	0	0	0
(-) produits extraordinaires	0	0	0
<b>CI après retraitement</b>	4 396 524	4 605 011	5 046 228
<b>NOPAT avant retraitement</b>	332 685	352 579	420 432
(+)Dépenses annuelles Marketing	280 000	226 820	210 861
(+)Dépenses annuelles Formation	17 000	16 687	15 105
(-)Dotations amortissements Marketing	197 075	158 479	113 115
(-)Dotation amortissement Formation	8 953	7 253	5 585
(+) Variation des provisions	-111 916	-4 585	0
<b>NOPAT après retraitements</b>	311 741	434 939	527 698

## Etude de cas : Alliance Assurance

### d. Estimation du coût moyen pondéré du capital :

Après avoir calculé les premiers déterminants de la création de valeur, nous procéderons au calcul du coût des capitaux investis, en déterminant dans un premier lieu les coûts de la dette et celui des capitaux propres, puis en pondérant chacun de ces coûts par la valeur marchande de chaque type de financement :

$$\text{CMPC} = (\text{Vm}(\text{CP}) / \text{CI}) \times \text{coût des CP} + (\text{Vm}(\text{DF}) / \text{CI}) \times \text{coût net de l'endettement}$$

Tel que :

**CMPC** : coût moyen pondéré du capital ;

**V<sub>m</sub>(CP)** : Valeur marchande des Capitaux Propres ;

**V<sub>m</sub>(DF)** : Valeur marchande de la dette financière.

- **L'estimation du coût des capitaux propres :**

La méthode qui a été appliquée pour le calcul du coût des capitaux propres est le **MEDAF** :

$$E(\mathbf{R}_j) = \mathbf{R}_0 + [E(\mathbf{R}_m) - \mathbf{R}_0] \beta_j$$

Tel que :

**R<sub>0</sub>** : le taux des OAT à 10 ans donné par la banque d'Algérie au 30/07/2015 ;

**R<sub>m</sub>** : le rendement du portefeuille du marché qui est composé de 4 titres sur la bourse d'Alger ;

**β<sub>j</sub>** : le coefficient de corrélation du titre d'Alliance Assurances avec le portefeuille du marché.

Afin d'estimer **β<sub>j</sub>** nous avons fait une régression du taux de rendement du titre Alliance Assurance sur l'indice boursier<sup>6</sup>, la période qui a été retenue s'étale du 30 juin 2013 au 23 juin 2015, ce qui nous donne 213 observations.

Nous avons obtenu le modèle suivant :

$$\text{Alliance Assurance} = -0,000195 + 0,413823 \text{ INDICE\_BOURSIER}$$

Les résultats obtenus à partir de la régression<sup>7</sup> sont aberrants :

---

<sup>6</sup> Annexe 04

## Etude de cas : Alliance Assurance

- Le Béta calculé n'est pas significatif au niveau de risque 5% (Tstat= 4,65) ;
- Le modèle est peu significatif : le R2 de la régression étant de 9,3%.

Pour des raisons pratiques, notamment l'inefficience du marché algérien ainsi que le nombre très limité des titres de l'indice boursier (4 titres), nous avons choisi d'appliquer la méthode additive pour l'estimation du coût des capitaux propres :

$$R_j = R_f + \text{Prime de risque spécifique à la société}^8 + \text{Prime de risque pays}^9$$

Tel que :

- **R<sub>f</sub>** est le taux des obligations assimilables du trésor OAT sur 10 ans donné par la Banque d'Algérie au 31/07/2015, il est de **3,32%**.
- **β** est obtenu en utilisant la base de données de DAMODARAN pour le secteur des assurances dans les marchés émergents (Asie, Europe de l'Est, Moyen Orient et l'Afrique), **β = 0,88** ;
- **Prime de marché** : nous avons utilisé également la base de données de DAMODARAN de juillet 2015, ce qui nous a donné une prime de marché de **8,37%**

L'application numérique nous donne le résultat suivant :

$$R_j = 3,32\% + 8,37\% \times 0,88 + 2\% \text{ ce qui nous donne : } R_j = 12,68\%$$

- **Calcul du coût de la dette :**

Nous avons calculé le coût de la dette par la méthode rétrospective :

Tableau 11 : Coût de la dette

En KDA	2013	2014	2015
Dette financière	1 387 928	1 424 858	1 749 968
Frais Financiers	113 050	114 209	113 076
Coût d'endettement brut	8,3%	5,8%	3,2%
Taux d'imposition	23%	23%	16%
Coût net de la dette	6,97%	4,72%	2,46%

<sup>7</sup> Résultats de la régression en annexe 05

<sup>8</sup> Prime spécifique = Prime de marché\*β sectoriel.

<sup>9</sup> Donné par la base de données DAMODARAN, la prime de risque pays est égale au Spread souverain (2%).

## Etude de cas : Alliance Assurance

Cette augmentation de la dette financière entre 2014 et 2015 s'explique principalement par la politique d'investissement suivie par l'entreprise, notamment le développement d'un nouveau produit.

- **Calcul du CMPC :**

Après avoir déterminé le coût des CP et celui des dettes, on calcule le coût moyen du capital.

Pour la valeur marchande de la dette, elle a été approchée par la valeur comptable de celle-ci, puisque la dette n'est pas cotée

Tableau 12 : Estimation du coût moyen pondéré du capital

En KDA	2013	2014	2015
Valeur marchande des CP (Capitalisation boursière)	3 396 780	3 439 240	3 099 562
Pondération des CP	71%	63%	59%
Coût des capitaux propres	12,68%	12,68%	12,68%
Valeur marchande de la dette	1 387 928	1 424 858	1 749 968
Pondération de la dette	29%	36%	41 %
Coût net de la dette	6,97%	4,72%	2,46%
CMPC	10,11%	9,79%	7,40%

Le coût moyen pondéré du capital a fortement baissé en 2015 en raison de la baisse du coût de la dette. Cependant on remarque que le coût moyen pondéré du capital est d'un niveau anormalement bas, cela peut être dû à la nature de l'activité de la société.

### 2.3 Analyse de la création de valeur dans Alliance Assurances par la méthode « EVA »<sup>®</sup> :

Les déterminants de la création de valeur actionnariale estimés, on procède au calcul de la valeur économique ajoutée de la compagnie dans le tableau suivant :

Tableau 13 : Estimation de la création de valeur à Alliance Assurance

En KDA	2013	2014	2015
NOPAT après retraitement	332 685	457 895	420 432
CI après retraitement	3 898 399	4 132 115	4 480 163
ROCE	9,83%	11,08%	9,21%
CMPC	10,11%	9,79%	7,40%
EVA en%	-0,28%	1,29%	2,81%
EVA	-10 915	53 304	125 892

## Etude de cas : Alliance Assurance

L'année 2013 était une année difficile pour la compagnie, durant laquelle elle a fait face à une destruction de la valeur (EVA négative)

L'année 2013 a été marquée par une forte sinistralité qui a lourdement pesé sur les résultats de la compagnie. En effet cela s'est matérialisé par une augmentation de 165% des indemnités toutes branches confondues et qui ont atteint 1 663 Millions DA.

La hausse de la charge de sinistres est due à plusieurs facteurs dont :

- La revalorisation des coûts moyens de dossiers de sinistres en matériel et corporel
- L'augmentation du parc véhicules national et automatiquement des sinistres automobiles.
- La sous-tarification de l'assurance auto est due à la guerre des tarifs qui sévit dans le secteur.

L'année 2014 fut marquée par une EVA cela est dû à un résultat financier particulièrement bon pour la société. La compagnie d'activité, a réalisé un chiffre d'affaires de 4,427 milliards de dinars, en hausse de 7% par rapport à l'année 2013

L'augmentation du chiffre d'affaires, ce résultat s'explique par :

- Une maîtrise relative des coûts (les charges de gestion évoluent dans des proportions inférieures au chiffre d'affaires) ;
- Une sinistralité contenue ;
- Un meilleur suivi des recours ;
- Une large opération de liquidations inter-assurances et un recouvrement plus agressif.

Grâce à une rentabilité économique dépassant les 8% résultant de l'optimisation du résultat opérationnel, Alliance Assurance a créé de la valeur durant l'année 2015.

L'année 2015, la compagnie commence à adopter une nouvelle approche en passant d'une approche technique à une approche marketing pour améliorer la performance. Ainsi le lancement de nouvelles offres telles que une gamme de produits OTO PLUS dont OTO PLUS Laki, premier produit d'assurance automobile spécialement conçu pour sécuriser les femmes avec des services d'assistance ultra-performants.

### 2.4 Analyse des performances boursières d'Alliance Assurance par la « MVA »® :



## Etude de cas : Alliance Assurance

On tentera de mesurer les surplus de valeur dégagé pour l'actionnaire par l'entreprise sur le montant de ses capitaux propres<sup>10</sup>.

**MVA = capitalisation boursière – valeur comptable des capitaux propres**

En appliquant cette formule, nous avons obtenu le résultat suivant :

$$\text{MVA} = 3\,184\,481 - 1\,981\,114 = 1\,203\,366 \text{ KDA}$$

Capitalisation boursière de la compagnie Alliance Assurance est égale à **3 184 481 250 DA** ;

Valeur comptable des capitaux propres = **1 981 114 938 DA**.

La MVA est positive, ce qui implique une création de valeur boursière de 60,74%. La MVA reflète l'appréciation des investisseurs du titre de la société, pour qu'elle soit stable les prévisions de création de valeur doivent concorder avec les attentes du marché.

### Analyse prospective de la création de valeur d'Alliance Assurance :

La MVA est liée à l'EVA. En effet, la valeur du marché est construite à partir des attentes des investisseurs sur la future EVA.

A ce propos, si une entreprise dite de croissance (growth) annonce une EVA future qui ne correspond pas aux attentes du marché, son MVA diminue. On peut écrire la relation entre l'EVA et la MVA comme suit :

$$\text{MVA} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{\text{EVA}_i}{(1+K)}$$

Pour déterminer les flux EVA, ce qui nous permettra de calculer une MVA prévisionnelle puis la comparer avec la MVA calculée ci-dessus, nous retiendrons les hypothèses suivantes :

- La conjoncture économique de l'Algérie est plutôt critique : la baisse drastique des prix du pétrole<sup>11</sup>, la dépréciation du Dinars Algérien en plus des barrières réglementaires aux importations, implique des prévisions plutôt pessimistes pour la performance de la société : un marché moins liquide, capitaux plus couteux .... etc.

Les prévisions suivantes se basent alors sur :

- Un coût des capitaux engagés de 9% ;
- Une croissance annuelle des capitaux investis de l'ordre 2% ;
- Les chiffres du 1<sup>er</sup> semestre de 2016, en plus des informations disponibles nous permettent d'anticiper une EVA de 79 398 KDA en 2016 ;

<sup>10</sup> On suppose que la valeur de marché de la dette est égale à sa valeur comptable.

<sup>11</sup> 44,46\$ au 15/09/2015

## Etude de cas : Alliance Assurance

- Une croissance de 3% de l'EVA en pourcentage de la société pendant les 5 prochaines années.
- La valeur terminale des EVA pour la période qui dépasse l'horizon explicite sera calculé sur la base : d'un flux normatif des EVA égal à celui de l'année 2020 majoré du taux de croissance  $g$  égale à 3,9% correspondant au taux de croissance du PIB réel en 2015.

Tableau 14 : La valeur ajoutée économique prévisionnelle et la MVA

En KDA	2016	2017	2018	2019	2020	Valeur terminal
CI	6 925 655	7 064 168	7 205 452	7 349 561	7 496 552	
CMPC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EVA	79 398	83 416	87 637	92 071	96 730	
EVA%	1,146%	1,181%	1,216%	1,253%	1,290%	
n	1	2	3	4	5	
EVA actualisé	72 842	70 209	67 672	65 225	62 868	1 306 392

**MVA** prévisionnelle s'élève à 1 645 209 KDA, soit un écart de 441 843 KDA par rapport à la MVA réelle, cela veut dire que les investisseurs sous estiment la création de valeur de la compagnie. Le cours d'Alliance Assurance a une tendance à la baisse depuis plusieurs mois alors que dans un marché financier efficient cette MVA prévisionnelle perspectives d'exportation vers les pays du Magreb.

- **Le Total Sharholder return "TSR" :**

L'utilisation de cette méthode d'évaluation n'est possible que pour des périodes longues (entre 6 et 10 ans), il demeure impossible d'appliquer cette méthode dans notre cas<sup>12</sup>.

Tableau 15 : Calcul du TSR

	Le cours	dividende	TSR
31/12/2010	830	20	-
31/12/2011	830	-	0
31/12/2012	825	-	-0,006
31/12/2013	610	30	-0,224
31/12/2014	595	35	0,049

<sup>12</sup> Alliance Assurance n'est cotée que depuis 2010.

## Etude de cas : Alliance Assurance

31/12/2015	556	34	-0,008
------------	-----	----	--------

### 2.5 Création de valeur et projet d'investissement :

Afin d'assurer une bonne et juste rentabilité aux investisseurs , la compagnie a élaboré un plan de développement conséquent qui a anticipé dans une perspective à court et moyen terme, la réalisation de projets déjà identifiés :

La compagnie s'est donc investie sur des projets d'investissement en cohérence directe avec l'activité principale et assurant une grande synergie inter projet à savoir :

- Une ligne de métier « Immobilier » dédiée à l'activité de promotion et de gestion d'actifs immobiliers
- Une société de capital investissement qui prendra des participations minoritaires dans des entreprises algériennes à fort potentiel de développement
- Une joint-venture assurance vie en partenariat avec une compagnie d'assurances internationale ainsi qu'une banque algérienne à capitaux étrangers

### Promotion immobilière :

En effet de par le monde, et depuis qu'elles existent, les compagnies d'assurance ont développé un lien direct avec le monde de l'immobilier. C'est ainsi que les plus grands propriétaires des boulevards les plus prestigieux dans le monde sont des compagnies d'assurance.

Alliance Assurances a donc choisi ce créneau en Algérie afin :

- D'assurer une meilleure rentabilité des capitaux engagés, compte tenu de la faiblesse de rendement des placements financiers
- D'améliorer et participer à une offre immobilière plus adaptée
- De constituer une réserve foncière conséquente qui participera à la consolidation des actifs de la compagnie
- De gérer directement les actifs immobiliers afin de sauvegarder leur valeur marchande et leur rentabilité
- De créer de l'emploi qualifié et des métiers nouveaux

## Etude de cas : Alliance Assurance

- De participer à l'amélioration de l'environnement urbain

Cette filiale aura pour domaine d'activité le développement d'une ligne de métier « Immobilier », dédiée à l'activité de promotion et de gestion d'actifs immobiliers.

Le portefeuille d'actifs sera constitué par l'acquisition de foncier et son développement, la reprise ou la réhabilitation de sites existants. Une équipe qualifiée assurera la gestion, en maîtrisant les risques afin de délivrer la création de valeur répondant aux exigences de retour sur investissement

Il a été ainsi identifié un premier projet sur lequel Alliance Immobilier interviendra dès sa création et ce en maîtrise d'ouvrage pour un projet de promotion résidentielle sur une surface de 33 180 m<sup>2</sup>. L'objectif attendu en termes de Chiffre d'affaires est de 105 millions de DA en 2011 et de 2195 millions de DA en 2015.

Alliance Immobilier procédera au lancement d'autres projets de petite et moyenne taille, dès leur identification et en parallèle avec le développement de cette filiale. Le développement de cette activité qui est un réel créneau d'avenir, pourrait se faire autant que de besoin, sur la base de partenariats Nationaux (publics ou privés) mais encore en intégrant des compétences étrangères qui pourraient intervenir soit au sein de la capitalisation soit sous forme de groupement pour des projets bien précis.

### **Capital investissement :**

Alliance Assurances procédera à la création d'une société de capital investissement (SCI) et dont l'objectif est de prendre des participations minoritaires dans des entreprises algériennes ; autrement dit développer des projets d'investissement de petite et moyenne taille en synergie directe avec les métiers d'assurance, de bien-être et de santé humaine.

Cette SCI pourra accessoirement accorder des prêts rémunérés à ses participations. L'intervention de la SCI est fixée à 5% du total de l'opération soit 25 millions de DA par opération ce qui représente 5% du capital de la SCI ; cette intervention se fera à hauteur de 60% en capital et 40% en dette au travers de comptes courants actionnaires.

## Etude de cas : Alliance Assurance

Les projets visés prioritairement mais non exclusifs sont liés au développement :

- de structures santé : centres de diagnostic, cliniques spécialisées ;
- de structure d'assistance médicale et tout autre type d'assurance ;
- d'un réseau d'assistance à la personne ;
- d'un réseau de centres de maintenance franchisés, pouvant prendre en charge directement l'ensemble des problèmes techniques des assurés automobiles.

La typologie des projets visés a donc trait directement aux activités vie et dommage afin de créer les synergies utiles. Il peut s'agir de nouveaux projets ou de projets existants requérant de la ressource financière et/ou managériale, créateur de forte valeur ajoutée.

### Assurances des personnes

En application de l'article 74 de la LF pour 2007 modifiant l'article 204 bis de l'ordonnance 95-07 du 25/01/1995 modifiée et complétée relative aux assurances, Alliance Assurances a l'obligation de scinder ses activités assurances dommages et assurances des personnes avant le 1er janvier 2011. L'activité actuelle de la compagnie en matière d'assurance de personnes, représente près de 15% du chiffre d'affaires global, toutes branches confondues. Si l'on tient seulement compte du gap à rattraper par rapport à nos voisins maghrébins, les perspectives du marché sont plus que prometteuses.

A titre d'illustration, l'assurance vie représente plus de 70% du marché français des assurances. La quote part de cette branche sur le marché maghrébin des assurances est de 30% alors que le ratio Algérie, en la matière est inférieur à 10%.

Aussi, l'optimisme est de taille et de rigueur, compte tenu des données précédentes, mais aussi d'une part, de la volonté avérée des pouvoirs publics qui s'est concrétisée à travers la décision d'exonérer d'IRG et pour partie, l'ensemble des contrats sur les personnes et d'autre part du développement des réseaux bancaires pour qui ce marché présente un grand intérêt.

Dans cette optique, une JV assurances vie va être constituée entre Alliance, une compagnie d'assurances internationale et une banque algérienne à capitaux étrangers. Les discussions pour la création de cette JV sont en cours de finalisation.

## Etude de cas : Alliance Assurance

Le choix d'un partenariat stratégique avec un acteur international de premier ordre, permettra d'accroître la compétitivité de l'entreprise sur le marché national en renforçant ses outils de développement, en initiant de nouvelles synergies, en acquérant de nouvelles qualifications. Cela conduira nécessairement à l'introduction de nouvelles techniques de management et de marketing utilisées par les opérateurs internationaux et a bénéficier du savoir-faire managérial et technologique de ce partenaire stratégique.

Cette filiale fournira une offre diversifiée en matière de produits :

- d'épargne
- de santé
- de prévoyance

La distribution de ces produits se fera à partir d'un réseau diversifié :

- direct
- guichets bancaires - bancassurance
- guichets postaux - bancassurance

Les assurés bénéficieront d'un plateau d'assistance aux personnes par le biais d'une hot line sur le modèle

ATA. Cette démarche que nous considérons comme innovante dans notre environnement permettra de rapidement prendre en charge l'assuré et d'assurer ainsi un service de qualité.

Il est attendu de cette activité « vie », un fort développement des primes de l'ordre de 491 millions de DA en 2011 qui évoluera pour atteindre 1833 millions de DA en 2015.

## Etude de cas : Alliance Assurance

### Section 3 : Engagement Social et communication financière

#### 3.1 Engagement sociétal d'Alliance Assurance :

La compagnie Alliance Assurance accorde beaucoup d'importance au sens d'éthique et de responsabilité sociale, qui représente une composante importante pour la pérennité de l'entreprise. Dans ce but la société a entrepris plusieurs défis économiques et sociaux :

En 2012, la compagnie a consacré un budget de 3 301 375 DZD, en soutien actif à des acteurs clés :

##### **Prévention Routière :**

Sponsoring du programme d'éducation à la sécurité routière dans les établissements scolaires avec l'association en Baraka.

##### **Initiatives de jeunes ou PME/PMI :**

Journée du management et de l'entrepreneuriat EGIC IBN SINA.

Sponsoring de colloques internationaux sur des thématiques économiques et cercles de réflexion CCFC, CARE, MDI, EMERGY

##### **Soutien aux personnes fragilisées et démunies :**

Prise en charge de 800 enfants malades Association Le SOUK

Soutien à la campagne de communication pour lutter contre la Toxicomanie Association FOREM

Sponsoring des clubs sportifs composés de basketteurs handicapés professionnels tel que IRB Boufarik et ASHW Bejaia.

Mécénat pour l'achat des lots scolaires à destination d'élèves en école primaire association IHCEN

Prise en charge mensuellement de 50 orphelins, association FOREM ( programme Kafil Al Yatim)

Soutien à la pouponnière El Biar et de Palam Beach

##### **Sponsoring Sportif :**

Sponsoring de championnat de karting professionnel ALKART Sport One.

Soutien aux universitaires algériens sélectionnés au championnat du monde d'équitation FASU.

## Etude de cas : Alliance Assurance

En 2014, la compagnie a consacré un budget de 6 336 727,17 DZD, marquant son engagement à travers un mécénat sociétal axé sur les actions suivantes :

### **Solidarité :**

Mécénat Fondation Boucebcl et Association Ihcene : achat de trousseaux scolaires, aides financières pour des colloques ;

Association ASHWB : Sponsoring pour acquisition de matériel sportif et contribution aux inhérents aux compétitions annuelles ;

Association Le SOUK : prise en charge sortie d'enfants malades.

### **Sponsoring du Concours Ramadhan d'El-Khabar :**

Participation avec un chèque d'un million de dinars remis à l'un des gagnants.

### **Economique :**

Confédération des cadres de la finance et de la comptabilité : sponsoring du colloque sur les relations Maghreb-Afrique Ouest.

### **Sport :**

Sponsoring du comité Olympique et Sportif Algérien (COA) : prise en charges des assurances voyages et dommage des délégations algériennes en échange de visibilité lors de tous les événements sportifs du COA ;

Soutien des avocats sportifs d'Alger.

### **Sécurité Routière :**

Association Les Amis de la Route : sponsoring d'actions menées dans les écoles et les manifestations en rapport avec la sécurité routière à Tizi Ouzou.

## **3.2 Communication financière :**

La communication a un rôle primordial dans le processus de création de valeur, cette importance est plus accentuée lorsque la société est cotée. On a constaté que Alliance Assurance a pris conscience de cet élément, c'est pour cela elle maintient une politique de communication qui vise à réduire l'asymétrie de l'information au niveau interne qu'au niveau externe. Cette politique se montre par la panoplie de communiqués de presse, d'articles de journaux et d'interviews tenues par le président du conseil d'administration de la société.

Au niveau interne, Alliance Assurance tente toujours d'impliquer l'ensemble du personnel dans sa stratégie, elle leur informe de ces objectifs afin qu'ils participent à la réalisation de ces objectifs, notamment à travers :



## Etude de cas : Alliance Assurance

- La mise en œuvre de l'Observatoire du bien-être des salariés.
- La mise en place d'un système de rémunération basé sur la performance ;
- La sensibilisation du personnel pour qu'il fasse partie de la stratégie de la société : affichage, site web.

Nous avons également constaté que la direction utilise plusieurs moyens pour convaincre les investisseurs du bien-fondé de leur stratégie et objectif, soit en communiquant :

- **Des données financières** : Alliance Assurance procède à la publication de ses rapports semestriels comportant les états financiers, les chiffres clés et les ratios les plus pertinents, en outre des comptes sociaux sur son site WEB.
- **Diffusion de l'information non financière au public** : Alliance Assurance organise des communiqués de presses semestriellement de plus des rapports de gestion qui sont publiés pour énoncer sa stratégie relative au développement durable et pour montrer une gouvernance transparente.
- **Lettre aux Actionnaires** : Alliance Assurance communique de manière plus personnalisée avec ses Actionnaires, en leur envoyant une communication écrite appelée « Lettre aux Actionnaire ». Cette communication a pour but de tracer les faits saillants qui se sont produits et qui ont marqués la compagnie et son environnement ainsi que de donner une vue d'ensemble sur les activités, les performances et les perspectives de la Compagnie.

Cette communication devrait se traduire par une augmentation du cours d'Alliance Assurances mais étant donnée l'inefficience du marché financier Algérien, ceci ne s'est pas réalisé.

Nous proposons l'utilisation d'autres moyens pour émettre des signaux positifs capables d'augmenter sensiblement le cours de bourse : la distribution de dividende.

En effet les informations financières transmises aux investisseurs peuvent faire l'objet de manipulation comptable, toutes les entreprises peuvent montrer une performance satisfaisante,

## Etude de cas : Alliance Assurance

hors seulement les entreprises réellement rentables peuvent se distinguer des autres en distribuant des dividendes, ou en rachetant des actions ce qui est apte d'attirer les investisseurs.

### 3.3 Les recommandations pour Alliance Assurances :

Après avoir présenté la société ainsi que ses déterminants de création de valeur, nous tenterons dans ce qui suit de proposer des recommandations visant à la fois, l'amélioration de la création de valeur dans Alliance Assurance et l'amélioration du cours du titre de la compagnie sur le marché.

Bien qu'Alliance Assurance soit l'une des premières compagnies ayant adopté les pratiques de bonne gouvernance, elle dénombre encore certaines faiblesses en matière de gouvernance d'entreprise :

- Le conseil d'administration de la société ne contient pas des administrateurs indépendants. On propose le recrutement d'administrateurs expérimentés pour apporter une vision objective dans l'analyse des décisions prises par le management ;
- Des comités chargés d'assister le conseil d'administration dans son fonctionnement existent cependant une bonne partie de ces derniers ne sont pas fonctionnels ; la désignation des membres et présidents pour ces comités demeure indispensable, notamment le comité de nomination.
- La présence d'un actionnaire majoritaire détenant plus de 50% du capital renforce le contrôle de la société mais il est important de mettre en place des mécanismes incitatifs favorisant un contrôle plus renforcé de la société (attribution d'actions gratuites, paiement d'une partie de la rémunération en actions).

Une bonne gouvernance contribue à la création de valeur, néanmoins elle seule ne peut constituer un moyen efficace pour convaincre le marché de ses performances, pour cela elle a besoin de mettre en place un système de gestion par la valeur :

- Développer la culture de la gestion par la valeur pour l'ensemble des employés. Les faire impliquer dans le processus de création de valeur constitue une tape clé dans la mise en place d'un VBM. Il est primordial d'expliquer le concept jusqu'au niveau hiérarchique le plus bas à travers une communication interne claire et précise ;
- Déploiement des stratégies dont le but principal est la création de valeur ;

## Etude de cas : Alliance Assurance

- L'évolution de système de rémunération en faveur d'un système de rémunération indexé sur la création de la valeur actionnariale est nécessaire : primes basées sur les indicateurs telles que l'EVA, la MVA...etc.

Pour concrétiser les bonnes performances économiques de la compagnie par une création de valeur pour l'actionnaire, il est primordial d'établir une politique de communication basé sur les critères de création de valeur.

Au-delà des imperfections du marché financier Algérien, Alliance Assurance doit avoir une politique de communication prudente, visant plutôt l'encouragement de l'investissement dans son titre. La communication de certaines informations pourrait, dans certains cas, être préjudicieuse pour l'entreprise.

Compte tenu des différents problèmes et obstacles caractérisant la Bourse d'Alger, Alliance Assurance peut émettre des signaux positifs capables d'augmenter sensiblement le cours de bourse comme.

## Etude de cas : Alliance Assurance

### Conclusion du chapitre

Nous avons consacré ce chapitre à l'application du concept de création de valeur dans le cas d'une compagnie algérienne qui est Alliance Assurance.

Dans un milieu très concurrentiel, que représente le marché des assurances en Algérie, Alliance Assurance occupe une place estimée bonne. En effet face à des concurrents de renommée nationale et internationale. Alliance Assurance détient des parts de marché assez satisfaisantes, voire même leader dans certains compartiments.

Nous avons montré que la société a créé de la valeur durant les deux exercices 2014 et 2015, tandis que l'année 2013 a été caractérisée par une destruction de la valeur. On a tenté d'expliquer les causes de cette destruction de la valeur, en mettant en lumière les difficultés entravant l'activité de la compagnie.

L'analyse prospective de la création de valeur d'Alliance Assurance a montré que les investisseurs sous-estiment la création de valeur de la compagnie. Un constat qui ne peut être interprété convenablement dans un marché boursier algérien demeurant à l'état embryonnaire.

Des réformes touchant le système de gestion d'Alliance Assurance d'un côté, et sa politique de communication d'un autre côté devront être réalisés pour pouvoir faire face à la décote du titre de la compagnie.

## Conclusion générale

La création de valeur actionnariale est devenue un concept fondamental de la gestion d'entreprise. Cette notion a envahi la scène médiatique pour devenir le point d'ancrage de la communication financière de la plupart des grands groupes à travers le monde.

L'émergence et le développement de ce concept ont été fortement soutenus par les bouleversements idéologiques qu'a connus le monde de la finance. L'actionnaire, en tant que pourvoyeur de fonds s'est retrouvé au centre des stratégies des entreprises sur le marché des capitaux.

La création de valeur actionnariale, en plus d'être un critère de mesure de la performance, s'est transformée en outil de pilotage de la gestion. Cette transformation des règles de gestion s'est traduite d'une part, par la modernisation des principes de bonne gouvernance et d'autre part, par l'émergence du Value Based Management : le système de gestion intégral qui centre les objectifs des dirigeants sur la création de valeur pour l'actionnaire.

Dans un souci de pilotage de la gestion, il a fallu développer des modèles précis de mesure de la valeur créée. C'est ainsi qu'est apparue une multitude de modèles du plus basique au plus complexe. Cependant, le modèle EVA – MVA de Stern & Stewart a su se révéler incontournable en raison de sa prise en compte des deux critères, économique et boursier.

Tout au long de notre travail nous avons apporté des réponses aux hypothèses que nous nous étions posés et partir du cas pratique étudié, nous avons pu mettre en lumière l'importance pour la compagnie Alliance Assurance d'implanter un système de gestion par la valeur. En effet, les perspectives de la société lui permettent d'améliorer la création de valeur pour les actionnaires et cela en dépit des difficultés liées à la situation de la Bourse d'Alger qui souffre de stérilité et de manque de profondeur.

Chute du prix du baril, baisse en volume des exportations d'hydrocarbures et hausse des importations, la conjoncture économique actuelle du pays laissant entrevoir le « Icebergs »<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Le IceBergs en vue : [www.nabni.org](http://www.nabni.org).

## Conclusion générale

Il est donc vivement à souhaiter qu'une prise de conscience rapide et collective engage notre économie dans un réel processus de développement.

Ouvrir la voie à l'investissement, accorder des avantages fiscaux et dynamiser la bourse des valeurs d'Alger pour un meilleur financement de la croissance semblent être une évidence.

Il est vrai que la création de valeur a su se rendre indispensable dans l'esprit de bon nombre de financiers d'entreprise. Néanmoins ce concept fait face à certaines limites.

En effet, la mesure de la création de valeur reste trop corrélée au choix du modèle d'évaluation. Le simple fait de changer de modèle de mesure peut transformer une création de valeur en une destruction de valeur. Seule une unification des modèles pourrait résoudre un tel problème. Mais comment pourrions-nous unifier ces modèles ?

Le calcul du coût des ressources pose également problème. En effet, en théorie, le coût du capital est indépendant de la structure financière. Le fait de le calculer comme un coût moyen pondéré de la dette et des fonds propres revient à le lier implicitement à la structure de financement, d'où d'importantes approximations dans la mesure de la création de valeur. Pourrions-nous améliorer la méthode de calcul du coût du capital ?

Enfin, le concept de création de valeur actionnariale peut être considéré comme peu représentatif de la réalité économique du fait de sa non prise en compte du capital humain. La valeur créée par une entreprise ne découle pas uniquement de son capital financier ; une grande partie de la responsabilité des performances de la société revient à son capital humain (expériences individuelles, compétences, savoir faire...).

Pourrions-nous un jour mesurer avec précision l'incidence du capital humain sur la performance d'une société ? De manière générale, existe-t-il d'autres approches pour la création de valeur ?

## **Conclusion générale**

## **Bibliographie :**

### **Ouvrages :**

- AI EHRBAR, « EVA Les défis de la création de valeur », Ed Village mondial, Paris, 2000
- ALBOUY. M, « Décisions financières et création de valeur », Ed. Economica, Paris, 2002
- BARNETO.P et GREGORIO.G, « Finance DSCG », Edition Dunod, Paris 2012
- BLACK.A, WRIGHT.P et BACHMAN.J, « Gestion de la valeur actionnariale », Edition Dunod, Paris, 1999
- BOGLIOLO.F, « La création de valeur », Edition d'Organisation, Paris, 2000
- CABY.J et HIRIGOYEN.G, « Création de valeur et gouvernance d'entreprise », Edition Economica, Paris, 2001
- CHERIF.M et DUBREUILLE.S, « Création de valeur et capital investissement », Ed Pearson, Paris, 2009.
- COPELAND.T, COLLER.T, MURRIN.J, « La stratégie de la valeur », Ed d'Organisation, Paris, 2002
- DAMODARAN A., Finance d'Entreprise, Ed. De Boeck, Paris, 2004
- DENGLOS.G, "La Création de Valeur", Ed. DUNOD, Paris, 2003.
- PARRAT. F, « Le gouvernement d'entreprise », Maxima, Paris 1999.
- THIETART .R, « La stratégie d'entreprise », Ed science international, Paris 1991
- VERNIMMEN.P, « Finance d'entreprise », Editions Dalloz, Paris, 2012,
- VERNIMMEN.P et QUIRY.P, "Corporate Finance Theory and Practice", Ed Wiley, Cornwall, 2014.

### ***Travaux universitaires :***

- AOUDIA AMEL, « Le Capital-Investissement : procédures et valeur ajoutée », DSEB, Ecole Supérieure de Banque, Alger, 2009
- BOUCHAMA ABDELKRIM, « Impact de l'introduction en bourse sur la performance de l'entreprise », DSEB, Ecole Supérieure de Banque, Alger, 2014
- YEDDOU NACERA, « la création de valeur actionnariale : cas d'une firme bancaire », DSEB, Ecole Supérieure de Banque, Alger, 2009
- TAGUEB YACINE « la création de valeur », DSEB, Ecole Supérieure de Banque, Alger, 2005
- KESSACI WANIS, « Création de valeur actionnariale : stratégies et mesures », DSEB, Ecole Supérieure de Banque, Alger, 2012.



### **Revues :**

- DENGLOS.G, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise » Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ?, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/2 n°224-225, p. 103-112
- DENGLOS.G, « Le modèle de création de valeur « EVA-MVA » » Présentation, ajustements et reformulations, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2005/3 n°213, p.43-60
- DENGLOS.G, « Efficience des marchés et partage de la valeur dans la grande entreprise : enjeux, évolutions, contraintes », *La Revue des Sciences de Gestion*, , 2014/n° 267-268.
- GINGLINGER.E, « Quelle gouvernance pour créer de la valeur », *Revue d'Economie Financière*, 2012.
- VATTEVILLE.E, « La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale a la diversité partenariale ? », *Revue Management & Avenir*, 2008/4 n° 18.
- YAHCHOUCI.G, « Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise », *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/2 n°224-225, p. 85-92.
- TERESA DA CUNHA.P et Machado-Santos.C, « An Analysis of the correlation between EVA® & MVA®: The case of NYSE EURONEXT LISBON listed company», *Global Journal of International Business Research*, 2011/n°4

### **Articles :**

- BOGLIOLO.F, « Les clés opérationnelles de la création de valeur »
- CAPPELLETTI .L, KHOUATRA .D, « La mesure de la création de valeur organisationnelle : le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine. »
- CHARREAUX.G, « Les mesures de la création de valeur : fondements théoriques et limites»
- GAUTIER.A et BADEA.A, « Les leviers de création de la valeur partagée : contexte PME », Rennes, MAI 2014.
- GOMEZ.P, « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises »,I.F.G.E/ EM Lyon business School ; Mai 2015.
- KHOUATHRA.D, « Gouvernance de l'entreprise et création de valeur partenariale ».

### **Autres documents :**

- Documents de référence de la compagnie Alliance Assurances 2013, 2014, 2015.
- Notice d'introduction en Bourse Alliance Assurances.

***Sites internet :***

[www.algeriepatriotique.com](http://www.algeriepatriotique.com)

[www.academia.edu](http://www.academia.edu)

[www.aerograf.be](http://www.aerograf.be)

[www.cairn.info](http://www.cairn.info)

[www.cereg.dauphine.fr](http://www.cereg.dauphine.fr)

[www.evafine.fr](http://www.evafine.fr)

[www.gregoriae.com](http://www.gregoriae.com)

[www.memoireonline.com](http://www.memoireonline.com)

[www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu)

[www.rouibaenbourse.com](http://www.rouibaenbourse.com)

[www.valuebasedmanagement.net](http://www.valuebasedmanagement.net)

[www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

## **Annexes**

---

***Annexe 01 : Démonstration de la formule de Gordon-Shapiro***

***Annexe 02 : Composition du Conseil d'Administration***

***Annexe 03: Le taux de rendement journalier de titre d'Alliance Assurance et de l'indice boursier***

***Annexe 04 : Résultats de la régression linéaire***

***Annexe 05 : Bilan de la compagnie Alliance Assurance***

***Annexe 06 : Compte de résultats d'Alliance Assurance***

---

## Annexe 01 : Démonstration de la formule de Gordon-Shapiro

---

On part de la formule de base du modèle :

$$P_0 = \frac{\sum_{t=1}^n Dt}{(1+k')^t}$$

Où  $k'$  est le coût des capitaux propres, et  $Dt$  le dividende versé à la période  $t$ .

Donc:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^{t-1} D_1}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{1+k} \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^{t-1}}{(1+k)^{t-1}}$$

On sait que, pour toute suite géométrique de raison  $q$ , avec  $q$  inférieur à 1, la somme des termes de cette suite à l'infini est égale à:  $\sum_{i=0}^{\infty} q^i = \frac{1}{1-q}$ , donc ici:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} \cdot \frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+k}} = \frac{D_1}{1+k} \cdot \frac{1}{\frac{1+k-1-g}{1+k}}$$

Gordon et Shapiro supposent qu'à chaque période, le dividende versé est une fraction constante des bénéfices de l'entreprise :  $Dt = aBt$ . On suppose également que les bénéfices croissent chaque période au même taux, donc les dividendes croissent aussi selon un même taux noté  $g$ , d'où :

$$P_0 = \frac{D_1}{k'-g}$$

Alors :

$$k' = g + \frac{D_1}{P_0}$$

---

## Annexes 02 : Composition du Conseil d'Administration

---

Nom et Prénom	Fonction
Hassen KHELIFATI	Président du conseil d'administration
Abdelkarim BOUDRA	Membre
Abdelhakim OURAHMOUNE	Membre
Mohamed AISSATI	Membre
Abderahmane SALHI	Membre
Salim OTHMANI	Membre
Abdelhakim KASSI	Membre

### Annexe 03 : Le taux de rendement journalier de titre d'Alliance Assurance et de l'indice boursier

Date	Cours	Rendement d'AA	Indice	Rendement de l'indice
2013-06-03	610		1273,07	
2013-06-05	610	0,00%	1273,07	0,00%
2013-06-10	610	0,00%	1280,81	0,61%
2013-06-12	610	1,25%	1284,24	0,27%
2013-06-17	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-06-19	610	-1,23%	1284,24	-0,27%
2013-06-24	610	1,25%	1280,81	0,27%
2013-06-26	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-07-01	610	-1,23%	1284,24	-0,27%
2013-07-03	610	1,25%	1280,81	0,27%
2013-07-08	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-07-10	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-07-15	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-07-17	610	0,00%	1284,24	0,00%
2013-07-22	610	-1,23%	1284,24	-0,27%
2013-07-24	610	0,00%	1280,81	0,00%
2013-07-29	610	0,00%	1280,81	0,00%
2013-07-31	610	0,00%	1280,81	-2,02%
2013-08-05	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-07	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-12	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-14	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-19	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-21	610	0,00%	1255,00	0,00%
2013-08-26	610	1,25%	1255,00	0,27%
2013-08-28	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-02	610	-1,23%	1258,43	-0,27%
2013-09-04	610	1,25%	1255,00	0,27%
2013-09-09	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-11	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-16	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-18	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-23	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-25	610	0,00%	1258,43	0,00%
2013-09-30	610	0,00%	1258,43	0,00%

2013-10-02	610	0,00%	1270,04	0,92%
2013-10-07	610	0,00%	1270,04	0,00%
2013-10-09	610	0,00%	1223,46	-3,67%
2013-10-14	610	0,00%	1223,46	0,00%
2013-10-20	610	0,00%	1223,46	0,00%
2013-10-22	610	0,00%	1223,46	0,00%
2013-10-28	610	0,00%	1203,09	-1,67%
2013-11-04	610	0,00%	1164,37	-3,22%
2013-11-07	610	0,00%	1164,37	0,00%
2013-11-11	610	0,00%	1164,37	0,00%
2013-11-13	610	0,00%	1164,37	0,00%
2013-11-18	610	0,00%	1144,00	-1,75%
2013-11-20	610	0,00%	1144,00	0,00%
2013-11-25	610	0,00%	1144,00	0,00%
2013-11-27	610	0,00%	1144,00	0,00%
2013-12-02	610	0,00%	1144,00	0,00%
2013-12-04	610	0,00%	1111,73	-2,82%
2013-12-09	610	0,00%	1111,73	0,00%
2013-12-11	610	0,00%	1111,73	0,35%
2013-12-16	610	0,00%	1111,73	-0,35%
2013-12-18	610	0,00%	1111,73	0,00%
2013-12-23	610	0,00%	1111,73	0,00%
2013-12-25	610	0,00%	1073,89	-3,40%
2013-12-30	610	0,00%	1073,89	0,00%
2013-10-02	610	0,00%	1073,89	0,00%
2014-01-02	595	0,00%	1073,89	0,00%
2014-01-06	595	0,00%	1086,80	1,20%
2014-01-08	595	0,00%	1086,80	0,00%
2014-01-13	595	0,00%	1086,80	1,19%
2014-01-16	595	0,00%	1086,80	-1,17%
2014-01-20	595	0,00%	1086,80	0,00%
2014-01-22	595	3,70%	1097,07	0,95%
2014-01-27	595	0,00%	1096,10	-0,09%
2014-01-29	595	0,00%	1096,10	0,29%
2014-02-03	595	0,00%	1096,10	0,30%
2014-02-05	595	0,00%	1096,10	0,00%
2014-02-10	595	0,00%	1109,00	0,00%
2014-02-12	595	0,00%	1109,00	0,00%
2014-02-17	595	0,00%	1117,39	1,18%
2014-02-19	595	0,00%	1130,10	0,00%
2014-02-24	595	0,00%	1141,06	0,76%
2014-02-26	595	-1,19%	1141,06	1,14%
2014-03-03	595	0,00%	1130,79	0,97%
2014-03-05	595	0,00%	1130,79	-0,90%
2014-03-10	595	-3,61%	1130,79	0,00%

2014-03-12	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-03-17	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-03-19	595	0,00%	1143,70	1,14%
2014-03-24	595	0,00%	1143,70	0,00%
2014-03-26	595	0,00%	1153,97	0,00%
2014-03-31	595	3,75%	1153,97	0,90%
2014-04-02	595	0,00%	1150,55	0,00%
2014-04-07	595	0,00%	1150,55	0,00%
2014-04-09	595	-1,22%	1150,55	-0,30%
2014-04-14	595	-1,23%	1150,55	0,00%
2014-04-16	595	0,00%	1147,12	0,00%
2014-04-21	595	3,75%	1143,70	0,00%
2014-04-23	595	0,00%	1153,97	-0,30%
2014-04-28	595	0,00%	1153,97	-0,30%
2014-04-30	595	-2,41%	1153,97	0,00%
2014-05-05	595	-1,23%	1153,97	0,90%
2014-05-07	595	5,00%	1153,97	0,00%
2014-05-12	595	-2,38%	1150,52	0,00%
2014-05-14	595	-2,44%	1164,61	0,00%
2014-05-19	595	0,00%	1157,42	-0,30%
2014-05-21	595	0,00%	1150,52	0,00%
2014-05-26	595	0,00%	1150,52	1,20%
2014-05-28	595	-1,25%	1150,52	-0,59%
2014-06-02	595	0,00%	1150,52	-0,60%
2014-06-04	595	1,27%	1150,52	0,00%
2014-06-09	595	0,00%	1168,49	0,00%
2014-06-11	595	0,00%	1168,49	0,00%
2014-06-16	595	0,00%	1168,49	0,00%
2014-06-18	595	0,00%	1203,81	-1,41%
2014-06-23	595	0,00%	1203,81	0,00%
2014-06-25	595	0,00%	1203,81	1,31%
2014-06-30	595	0,00%	1205,85	0,00%
2014-07-02	595	0,00%	1205,85	0,30%
2014-07-07	595	0,00%	1205,85	0,00%
2014-07-09	595	0,00%	1205,85	0,00%
2014-07-14	595	0,00%	1205,85	0,00%
2014-07-16	595	0,00%	1205,85	0,00%
2014-07-21	595	0,00%	1130,79	1,56%
2014-07-23	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-07-30	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-08-04	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-08-06	595	0,00%	1130,79	3,02%
2014-08-11	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-08-13	595	0,00%	1130,79	0,00%
2014-08-18	595	0,00%	1130,79	0,17%



2014-08-25	595	-1,32%	1250,85	0,00%
2014-08-27	595	0,00%	1250,85	0,00%
2014-09-01	595	0,00%	1250,85	0,00%
2014-09-04	595	0,00%	1250,85	0,00%
2014-09-08	595	0,00%	1250,85	0,00%
2014-09-10	595	0,00%	1250,85	0,00%
2014-09-15	595	0,00%	1216,03	0,84%
2014-09-17	595	0,00%	1216,03	0,00%
2014-09-22	595	0,00%	1216,03	0,00%
2014-09-24	595	0,00%	1216,03	0,00%
2014-09-29	595	0,00%	1216,03	0,00%
2014-10-01	595	0,00%	1216,03	0,00%
2014-10-06	595	0,00%	1208,82	0,00%
2014-10-08	595	0,00%	1216,03	-0,59%
2014-10-13	595	0,00%	1196,60	0,60%
2014-10-15	595	0,00%	1196,60	-1,60%
2014-10-20	595	0,00%	1196,60	0,00%
2014-10-22	595	0,00%	1196,60	0,00%
2014-10-27	595	0,00%	1196,60	0,00%
2014-10-29	595	0,00%	1196,60	0,00%
2014-11-04	595	0,00%	1204,75	0,00%
2014-11-06	595	0,00%	1201,14	0,68%
2014-10-10	595	-1,33%	1201,14	-0,30%
2014-11-12	595	0,00%	1201,14	0,00%
2014-11-17	595	0,00%	1164,38	0,00%
2014-11-19	595	0,00%	1160,77	-3,06%
2014-11-24	595	0,00%	1179,49	-0,31%
2014-11-26	595	0,00%	1194,81	1,61%
2014-12-01	595	0,00%	1194,81	1,30%
2014-12-03	595	0,00%	1191,41	0,00%
2014-12-08	595	-2,70%	1180,60	-0,28%
2014-12-10	595	0,00%	1180,60	-0,91%
2014-12-15	595	0,00%	1187,39	0,00%
2014-12-17	595	1,39%	1187,39	0,58%
2014-12-22	595	2,74%	1198,20	0,00%
2014-12-24	595	0,00%	1187,39	0,91%
2014-12-29	595	0,00%	1187,39	-0,90%
2014-12-31	595	0,00%	1187,39	0,00%
2015-01-05	556	0,00%	1187,39	0,00%
2015-01-07	556	0,00%	1187,39	0,00%
2015-01-12	556	0,00%	1194,60	0,00%
2015-01-14	556	0,00%	1198,20	0,61%
2015-01-19	556	0,00%	1213,52	0,30%
2015-01-21	556	0,00%	1213,52	0,00%

2015-01-26	556	-1,32%	1209,92	-0,30%
2015-01-28	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-02	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-04	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-09	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-11	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-16	556	0,00%	1209,92	0,00%
2015-02-18	556	0,00%	1191,20	-1,27%
2015-02-23	556	0,00%	1194,60	0,29%
2015-02-25	556	0,00%	1194,60	0,00%
2015-03-02	556	0,00%	1191,53	-0,26%
2015-03-04	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-03-09	556	0,00%	1187,46	-0,34%
2015-03-11	556	0,00%	1187,46	0,00%
2015-03-16	556	0,00%	1187,46	0,00%
2015-03-23	556	0,00%	1187,46	0,00%
2015-03-25	556	0,00%	1191,53	0,34%
2015-03-30	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-04-01	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-04-06	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-04-08	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-04-13	556	0,00%	1191,53	0,00%
2015-04-15	556	0,00%	1166,46	-2,10%
2015-04-20	556	-1,33%	1173,27	0,58%
2015-04-25	556	0,00%	1173,27	1,31%
2015-04-27	556	0,00%	1188,59	0,00%
2015-05-04	556	0,00%	1188,59	0,00%
2015-05-06	556	0,00%	1188,59	0,00%
2015-05-11	556	0,00%	1188,59	0,00%
2015-05-13	556	0,00%	1188,59	0,46%
2015-05-18	556	0,00%	1194,03	0,00%
2015-05-20	556	0,00%	1194,03	0,00%
2015-05-25	556	0,00%	1194,03	0,00%
2015-05-27	556	-2,70%	1194,03	0,00%
2015-06-01	556	0,00%	1196,52	0,00%
2015-06-03	556	0,00%	1202,99	0,31%
2015-06-08	556	0,00%	1202,99	0,62%
2015-06-10	556	0,00%	1209,95	0,00%
2015-06-15	556	0,00%	1228,78	0,58%
2015-06-17	556	0,00%	1228,78	1,56%
2015-06-17	556	0,00%	1228,78	0,00%

## Annexe 04 : Régression Linéaire sur Eviews

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000195	0.000672	-0.290420	0.7718
INDICE_BOURSIER	0.413824	0.088832	4.658499	0.0000
R-squared	0.093662	Mean dependent var		-0.000252
Adjusted R-squared	0.089346	S.D. dependent var		0.010250
S.E. of regression	0.009781	Akaike info criterion		-6.407362
Sum squared resid	0.020090	Schwarz criterion		-6.375696
Log likelihood	681.1804	Hannan-Quinn criter.		-6.394564
F-statistic	21.70162	Durbin-Watson stat		2.205741
Prob(F-statistic)	0.000006			

---

## Annexe 05 : Bilan de la compagnie Alliance Assurances

Actif	2013	2014	2105
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>			
<b>Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif</b>			
<b>Immobilisations incorporelles</b>	16 875 708	134 829 643	118 604 960
<b>Immobilisations corporelles</b>	-		
Terrains	78 943 100	78 943 100	78 943 100
Bâtiments	643 185 806	620 479 412	613 626 214
Autres immobilisations incorporelles	216 322 441	222 210 518	234 913 421
Immobilisations en concession			
Immobilisations en cours	104 025 827	5 100 416	19 066 698
<b>Immobilisations financières</b>			
Titre mis en équivalence			
Autres participations et créance rattachées	104 624 188	106 074 488	108 907 760
Autres titres immobilisés	1 248 000 000	1 577 000 000	1 627 000 000
Prêts et autres actifs financiers non courants	11 588 659	11 021 981	13 167 615
Impôt différés actifs			
Autres charges et produits différés	33 813 357		
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	2 448 379 086	2 755 659 559	2 814 229 770
<b>ACTIFS COURANTS</b>			
Provisions techniques d'assurance			
Part de la coassurance cédée			
Part de la réassurance cédée	529 934 468	488 088 118	206 464 804
<b>Créance et emplois assimilés</b>			
Cessionnaire et cédant débiteurs	50 678 010	39 490 871	21 059 216
Assurés, intermédiaires débiteurs	2 586 167 901	2 102 040 690	2 186 059 252
Autres débiteurs	219 856 250	212 690 533	218 291 485
Impôt et assimilés	69 824 217	180 321 131	262 031 771
Autres créances et emplois assimilés			
<b>Disponibilités et assimilés</b>			
Placement et autres actifs financiers courants	1 279 092 237	1 024 000 000	1 028 000 000
Trésorerie	366 129 310	556 248 503	663 074 097
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	5 101 682 395	4 602 879 844	4 585 020 628
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	7 842 700 223	7 358 539 404	7 399 250 399

<b>PASSIF</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Capitaux propres :</b>			
Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180	2 205 714 180
Capital non appelé			
Primes et réserves- Réserves consolidées	92 134 837	105 677 917	141 214 908
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence			
Résultat net	367 325 801	355 369 919	227 213 839
Autres capitaux propres- Report à nouveau	96 464 213	70 317 253	171 755 454
Part de la société consolidante			
Part des minoritaires			
<b>Total (1)</b>	<b>2 568 710 605</b>	<b>2 737 079 269</b>	<b>2 745 808 381</b>
<b>PASSIFS NON- COURANTS :</b>			
Emprunts et dettes financières	58 239 270	29 822 184	15 613 641
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées	194 726 029	214 616 227	216 533 269
Provisions et produits constatés d'avance			
Fonds et valeurs reçus des réassureurs	475 892 942	422 106 104	422 106 103
<b>Total (2)</b>	<b>728 858 241</b>	<b>666 544 515</b>	<b>654 253 014</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>			
<b>Provisions techniques d'assurance</b>			
Opérations directes	2 497 019 796	2 559 876 048	2 264 833 275
Acceptation			
<b>Dettes et ressources rattachées</b>			
Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	115 687 252	226 437 934	405 137 784
Assurés et intermédiaire d'assurance	374 512 265	258 887 754	262 252 187
Impôt	611 941 030	633 834 928	806 720 948
Autres dettes	227 548 511	275 875 955	260 244 806
Trésorerie passif	17 033 332		
<b>Total (3)</b>	<b>3 809 675 535</b>	<b>3 945 915 620</b>	<b>3 999 189 003</b>
<b>Total (1+2+3)</b>	<b>7 107 244 381</b>	<b>7 358 539 404</b>	<b>7 399 250 399</b>

## Annexe 06 : Compte de résultat d'Alliance Assurances

Désignation	2013	2014	2015
<b>Primes acquises à l'exercice</b>	3 494 904 581	3 784 910 708	3 495 605 159
Prestations sur opérations directes	-1 690 197 250	- 2 079 917 203	1 849 142 441
Prestations sue acceptation			
<b>Prestations de l'exercice</b>	-1 690 197 250	- 2 079 917 203	-2 690 203 917
Commissions reçues en réassurance	159 058 635	155 268 959	160 344 250
Commissions versées en réassurance			
<b>Commission en réassurance</b>	159 058 635	155 268 959	153 677 834
Subvention d'exploitation			
<b>Marge d'assurance nette</b>	1 963 765 966	1 860 262 437	1 882 134 249
Autres consommations	-20 780 584	-18 629 290	-19 324 220
Rabais, remises et ristourne obtenus sur achat	-395 252 424	-432 046 898	-546 023 187
Autres services	-68 152 398	-105 691 181	-78 834 123
Charges personnels	-571 747 503	-652 243 530	-723 065 330
Impôts et taxes et versements assimilés	-87 987 081	-96 184 517	-82 123 517
Autres produits opérationnels	169 594 081	15 807 364	165 230 541
Autres charges opérationnelles	-76 718 463	-17 175 358	-43 233 510
Dotations aux amortissements	-31 577 216	-34 303 205	-32 280 911
Provision	-442 817 099	-252 601 422	-267 702 123
Pertes de valeur			
Reprise sur perte de valeur et provision	591 357 923	485 413 082	671 747 501
<b>Résultat technique opérationnel</b>	2 180 826 628	1 980 919 646	2 521 916 211
Produits financiers	55 982 346	65 720 646	43 250 491
Charges financières	-14 378 383	- 14 225 138	- 14 514 627
<b>Résultat financier</b>	41 603 963	51 495 508	61 495 346
<b>Résultat technique opérationnel avant impôt</b>	500 514 627	432 058 745	530 631 082
Impôts exigibles sur résultat	-133 374 814	- 77 247 859	- 112 874 932
Total des produits ordinaires	5 286 503 439	5 209 471 473	5 320 532 890
Total des charges ordinaires	-4 785 988 811	- 4 732 296 698	-4 654 899 231
<b>Résultat net des résultats ordinaires</b>	367 139 813	354 810 886	376 943 226
Elément extraordinaire (produit)	231 284	718 451	519 233
Elément extraordinaire (charge)	-45 279	-159 418	-123 433
<b>Résultat extraordinaire</b>	185 987	559 033	643 299
<b>Résultat net de l'exercice</b>	367 325 801	355 369 919	387 288 211







## **Tables des matières :**

**Remerciements**

**Dédicaces**

**Liste des tableaux**

**Liste des figures**

**Liste des abréviations**

**Sommaire**

**Introduction générale**

**Chapitre 1 : Les fondements théoriques stratégies de la création de valeur.....1**

**Introduction..... 1**

**Section 1 : Les fondements théoriques et conceptuels de la création de valeur.....2**

**1.1. Les fondements de la valeur.....2**

**1.1.1. La définition de la valeur.....2**

**1.1.2. Les approches fondamentales de la valeur..... 2**

**a. L'approche objective.....2**

**b. L'approche subjective.....3**

**1.1.3. La triade de la valeur.....4**

**a. La valeur comptable.....4**

**b. La valeur organisationnelle.....5**

**c. La valeur stratégique..... 5**

**1.2. La notion de création de valeur..... 6**

**1.2.1. Apparition et développement des différentes formes de création de valeur.....6**

**a. La stakeholders value.....6**

**b. La shareholders value..... 7**

**1.2.2. La démarche du pentagone.....9**

**Section 2 : La gouvernance de l'entreprise..... 11**

**2.1. Principales composantes d'une gouvernance raisonnable.....11**

**2.1.1. La théorie de l'agence.....12**

**2.1.2. La théorie d'enracinement des dirigeants.....13**

**a. L'investissement dans des actifs spécifiques.....13**

**b. La manipulation de l'information.....14**

c. Les réseaux relationnels.....	15
2.2. Résolution des problèmes d'agence.....	15
2.2.1. Les coût de l'agence.....	16
2.2.2. Les mécanismes de contrôle et de d'incitation dans la relation actionnaire/dirigeant..	16
a. Les outils incitation de management.....	17
b. Les mécanismes de contrôle .....	17
2.3. Les différents régimes de gouvernance.....	20
2.4. Les principales recommandations.....	22
Section 3 : Le pilotage par la valeur.....	24
3.1. Avant l'implantation d'un système de gestion par la valeur.....	24
3.1.1. Le sept déterminants de la valeur.....	25
3.1.2. Processus de valeur.....	25
a. Stratégie de la valeur.....	26
b. L'allocation des ressources et planification.....	26
c. Gestion de la performance.....	27
d. Système de rémunération.....	27
e. Communication financière.....	28
3.1.3. Identifier mes rivières de valeur.....	29
3.2. Les sources de création de valeur.....	30
3.2.1. Les leviers stratégiques de création de valeur.....	30
3.2.2. Les leviers opérationnels.....	33
3.2.3. Les leviers financiers.....	33
<b>Conclusion du chapitre.....</b>	<b>36</b>
<b>Chapitre 2 : Mesure de la création de valeur .....</b>	<b>37</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>37</b>
Section 1 : Détermination du coût des capitaux investis.....	38
1.1. Le coût des capitaux investis.....	38

1.1.1. Le coût moyen pondéré du capital.....	38
1.1.2. Le coût des capitaux propres.....	40
a. Le modèle de Gordon Shapiro.....	40
b. Le MEDAF.....	42
c. Le modèle APT.....	44
1.1.3. Le coût de l'endettement.....	45
a. Le coût de la dette financière.....	45
b. Le coût des titres hybrides.....	47
 Section 2 : L'estimation de la rentabilité des capitaux investis.....	49
2.1. La rentabilité des capitaux investis.....	49
2.1.1. Les capitaux investis.....	49
2.1.2. Le NOPAT « Net Operating Profit After Taxes ».....	50
2.2. Les principaux retraitements comptables.....	51
2.2.1. Les dépenses de recherche et développement.....	51
2.2.2. Le goodwill.....	51
2.2.3. Le crédit bail.....	52
2.2.4. Les provisions pour risque et charges.....	52
2.2.5. Les intérêts minoritaires.....	52
2.2.6. L'amortissement économique.....	53
2.2.7. Les charges et les produits extraordinaires.....	53
2.2.8. Les reports à nouveau négatifs.....	54
2.2.9. Les impôts différés.....	54
2.2.10. Les gains ou pertes en provenance des sociétés mise en équivalence.....	54
 Section 3 : les modèles d'évaluation de la création de valeur.....	56
3.1. La courbe de valeur.....	56
3.1.1. L'indice Iv.....	56
3.1.2. Le ratio Q .....	57
3.1.3. La droite de valeur.....	57
3.2. Le modèle dérivé.....	58
3.2.1. Le modèle de Marakon Associates .....	59

3.2.2. Le modèle de Fruhan MACKINSEY.....	60
3.3. Les modèle d'évaluation.....	60
3.3.1. Les critères comptables.....	61
a. Le bénéfice par action.....	61
b. Le taux de rentabilité comptables.....	61
3.3.2. Les critères hybrides (mi-comptables mi-financiers).....	62
a. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA®).....	62
b. Le taux de rentabilité interne (CFROI).....	63
3.3.3. Les critères boursiers.....	64
a. La valeur ajoutée du marché (MVA®).....	64
b. Le taux de rentabilité total de l'actionnaire (TSR).....	65
3.3.4. Les critères financiers.....	66
a. Le modèle d'évaluation des cash-flows disponibles (DCF).....	66
<b>Conclusion du chapitre.....</b>	<b>70</b>

## **Chapitre 3 : Etude de cas « La Création de valeur au sein d'Alliance Assurances ».....71**

Section 1 : Présentation générale de la compagnie Alliance Assurances.....	71
1.1.Historique.....	71
1.2.Répartition du capital.....	72
1.3.Gouvernance.....	73
1.3.1. Direction de la société.....	73
a. Principaux cadres dirigeants.....	73
b. L'Assemblée Générale.....	74
c. Le conseil d'administration.....	74
1.3.2. Pratique de la bonne gouvernance.....	76
a. La bonne diffusion des principes de bonne gouvernance.....	76
b. La pertinence du rôle du Conseil d'Administration.....	78
c. L'existence de la structure « contrôle de gestion ».....	78
Section 2 : Mesure de la création de la valeur actionnariale .....	80
2.1. Caractéristiques du marché algérien des assurances.....	80
2.2. Estimation de la création de valeur par Alliance Assurances.....	84
2.2.1. Estimation des déterminants de la création de valeur .....	84
a. NOPAT.....	84

b. Les capitaux investis.....	84
c. Les retraitements à effectuer.....	85
d. L'estimation du coût moyen pondéré du capital.....	88
2.3. Analyse de la création de valeur dans Alliance Assurances par la méthode « EVA »®	91
2.4. Analyse des performances boursières d'Alliance Assurance par la « MVA »®	92
2.5. Création de valeur et projet d'investissement.....	95
Section 3 : Engagement Social et communication financière.....	99
3.1. Engagement sociétal d'Alliance Assurances.....	99
3.2. Communication financière.....	100
3.3. Les recommandations pour Alliance Assurances.....	102
<b>Conclusion du Chapitre.....</b>	<b>104</b>
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>105</b>

## **Bibliographies**

## **Annexes**

## **Table des matières**



