

« La crise et la magie noire de la création de valeur »

Pour expliquer la crise dont on parvient difficilement à sortir, on a cité l'avidité inhérente à la condition humaine, l'irresponsabilité de la Fed, l'insuffisance des réglementations, la folie immobilière, les produits dérivés et structurés, les modèles mathématiques et bien d'autres causes. Mais on a peu évoqué les principes philosophico- financiers qui ont encouragé ces comportements détestables. Or il ne peut y avoir de crise de cette ampleur sans une idéologie qui fonde, justifie et absout les actes qui en découlent. Et sous cet angle, la crise apparaît comme l'effet d'une dégénérescence de la notion de création de valeur qui ressemble à de la magie noire.

Il est normal que les investisseurs cherchent à maximiser la valeur des actions. Mais alors que pour y parvenir, on évoquait auparavant la création de richesse, on est d'abord passé dans les années 80 à la « Valeur actionnariale¹ », qui la mettait au même niveau de « noblesse » que la valeur morale, artistique ou humaine. Puis, à partir de la fin des années 80, elle est devenue la Valeur tout court². L'abandon du qualificatif n'est pas innocent. La valeur actionnariale était en peu de temps tellement devenue la Valeur par excellence qu'il n'était plus nécessaire de la qualifier. On avait changé de civilisation.

Et paradoxalement, moins on utilisait le qualificatif d'«actionnarial », plus l'actionnaire devenait la pièce essentielle du système. Auparavant, pour estimer la valeur des actions, on utilisait logiquement le coût du capital³, c'est-à-dire le coût combiné de l'argent apporté par les actionnaires, les capitaux propres, plus élevé parce que plus risqué, et celui de la dette apportée par créanciers financiers de l'entreprise. Les deux étaient fixés par le marché. Le coût du capital moyen a longtemps tourné aux alentours de 6% après impôt. Et il fallait en principe accepter tous les investissements dont on pensait que la rentabilité serait égale ou supérieure à ce coût pour maximiser la richesse des actionnaires. L'arrivée de la valeur pour ces derniers au rang de « Valeur en soi » s'est accompagnée trop souvent du remplacement de cette rentabilité minimale par celle des seuls

¹ Creating Shareholder Value, par Alfred Rappaport, Free Press, 1986

² The Quest For Value, par G. Bennett Stuart III, Harper Business, 1990

³ Finance d'Entreprise, Pierre Vernimmen, Pascal Quiry et Yann Lefur, p.705 et seq. 2011

capitaux propres, la plus élevée. Comme si cela ne suffisait pas, on a substitué au taux le plus courant de ces derniers qui s'est situé souvent aux alentours de 8%, un autre venu des techniques de l'assurance de 15%, sans lien avec la logique financière de l'entreprise industrielle, bancaire ou commerciale. Il rencontra un succès foudroyant dû, semble-t-il, à sa simplicité, à son niveau plus « ambitieux » qui répondait mieux à la voracité de certains, à sa plus grande proximité avec la domination croissante des actionnaires que le coût du capital, enfin à la substitution à des coûts fixés par « l'imprévisible » marché d'une rentabilité des fonds propres comptables plus facile à « gérer » par l'entreprise. Il ne faut oublier non plus que la réforme de 2005 des IFRS a rapproché les données comptables des données boursières. Mais c'était un véritable tour de magie noire que de réussir à imposer, à une époque où le coût de l'argent était faible, un taux absurde élevé, qui sacrifiait de la valeur en rejetant les investissements dont la rentabilité sur les capitaux propres devait se situer entre 8% et 15% dans l'exemple ci-dessus. Il fallait en outre l'appliquer à toutes les entreprises, alors que la rentabilité demandée par le marché dépend d'un risque économique et financier propre à chacune.

Pour atteindre puis dépasser ce fameux taux, des entreprises ont d'abord logiquement cherché à améliorer leur rentabilité économique en augmentant leurs marges et en accélérant la rotation de leurs actifs par différentes méthodes dont la délocalisation et les cessions d'actifs. Mais le culte de la valeur exigeait plus. On choisit d'augmenter le taux d'endettement, entre autres dans le secteur financier. Car, avec des frais financiers faibles grâce aux coûts de l'argent modestes de l'époque et à la déduction fiscale des intérêts, l'augmentation des frais financiers faisait moins baisser les bénéfices que le montant des capitaux propres, ce qui accroissait la rentabilité comptable de ces derniers. Ce second tour de magie fut obtenu par un recours normal aux banques et aux marchés financiers. Mais il le fût aussi par une distribution de dividendes de plus en plus généreuse qui réduisait la part des bénéfices s'ajoutant aux capitaux propres ainsi que par des rachats massifs d'actions qui diminuaient ces derniers. Le tout pouvait faire « exploser » la rentabilité comptable pour l'actionnaire.

Cependant cet endettement massif, en particulier dans le secteur financier, parût parfois excessif. Pour le contourner, on eut de nouveau recours à la magie. On développa, par exemple, des institutions financières échappant aux règles bancaires. On recourut aussi massivement à la titrisation, qui, en dispersant le risque sur les marchés financiers mondiaux, permettait de faire croire à sa disparition. Aux Etats-Unis, elle permit également de contourner la redoutable loi Sarbanne-Oxley qui imposait la consolidation de tous les éléments du bilan. On augmenta aussi la rentabilité en finançant des créances de plus en plus risquées, comme les fameux « subprimes », jusqu'à dépasser des rentabilités de 40% sur capitaux propres qu'on prétendait sans risque!

Par prudence, on chercha tout de même une protection contre d'éventuelles menaces. Mais comme l'assurance classique impose de lourdes provisions et les marchés spéculatifs des appels marges coûteux, on recourut massivement à un quatrième niveau de magie, les CDS négociés de gré à gré, qui permettent de se couvrir à faible coût. Mais quand leur montant devint excessif, ils fragilisèrent parfois jusqu'à la faillite, surtout quand ils étaient combinés avec d'autres bombes, les assureurs et les assurés, comme on l'a vu dans le cas de Lehman et d'AIG.

Ainsi, en mêlant à la finance classique nombre de procédés complexes dans des échafaudages évoquant la magie noire, on put atteindre des taux de rentabilité de plus en plus élevés facilitant une croissance vigoureuse des cours boursiers, donc de la fameuse « Valeur ». Et ceci jusqu'à ce que l'écroulement du château de cartes fasse en quelques semaines quasiment baisser de moitié les capitalisations boursières!

Si l'on veut éviter une nouvelle crise de ce type, il ne suffira donc pas de mettre en œuvre les mesures prises ou annoncées aux Etats-Unis, en Europe et ailleurs. Il faudra aussi faire sortir du cerveau des intéressés l'impérialisme d'une « Valeur » paradoxalement déconnectée de la logique financière dans sa mise en œuvre ainsi que la conviction que tout est permis pour l'augmenter. Sinon, les mêmes causes produiront un jour les mêmes effets. Il faudra sans doute aussi ne pas se limiter à la valeur boursière et ajouter plus de valeur humaine à la gestion des entreprises. On pourrait s'inspirer encore une fois de ce qui se fait en Californie en permettant à des entreprises appelées «Flexible Purpose Corporations », d'élaborer des statuts véritablement ISR⁴, qui y combineront des objectifs lucratifs avec d'autres environnementaux et humanitaires. En gravant également dans le marbre de la règle juridique la façon de gérer et de mesurer leurs performances de façon adéquate, elles permettraient aux dirigeants de poursuivre ces objectifs multiples sans être condamnées par les tribunaux pour non respect de « Fiduciary Duties » strictement financiers. Et rien ne dit qu'après trois crises financières largement dues aux usages excessifs de la magie noire dans la création de Valeur, celle des technologiques en 2000, la crise comptable d'Enron et Andersen et celle des « Subprimes » en 2007-2008, des entreprises de ce type ne seraient pas capables de générer un couple rentabilité- risque supérieur ou au pire comparable à celui qu'on a connu depuis le début du XXI^{ème} siècle !

Didier PENE
Professeur Emérite à HEC PARIS

⁴ Investissement socialement responsable.

