

Création de valeur et système de valeur

André BARILARI *

RÉSUMÉ. — Le concept de « création de valeur » comme critère de choix des **marchés** financiers est une notion étroite qui évacue les « valeurs » au sens philosophique. Il faut apprécier la création de valeur au sens global et en effectuant la somme algébrique des éléments positifs et négatifs, notamment les « **dommages** collatéraux » que peuvent entraîner certaines décisions économiques de rationalité restreinte centrées sur le profit immédiat de l'actionnaire. Il ne peut y avoir création véritable de valeur que dans un cadre de référence, les valeurs républicaines de liberté, d'égalité et de fraternité dont l'interprétation concrète s'exprime par la règle de droit, expression de la **volonté générale**. La création de valeur sociale s'effectue également par les administrations publiques dans les domaines où le choix collectif s'est exprimé pour que le « bien commun » soit géré en dehors du marché. Mais dans ce cas, le **citoyen** doit exprimer une exigence forte d'efficacité des institutions administratives publiques. Par ailleurs, si un marché appuyé sur la valorisation des entreprises est indispensable pour favoriser les restructurations ou les transmissions et si les obstacles à cet égard doivent être levés, les mouvements boursiers purement spéculatifs ne répondent à aucune nécessité économique, au contraire ils entraînent des dommages graves et des dispositifs visant à les décourager sont souhaitables. La valeur d'une entreprise est sa valeur ajoutée et celle-ci doit être répartie entre ses différentes parties prenantes légitimes, le profit pour les actionnaires, les salaires et la participation pour les salariés et les impositions pour la collectivité. L'équilibre entre ces trois parties est un problème de choix politique seul cadre à même d'exprimer la souveraineté du citoyen.

Le concept de création de valeur, mesuré par les méthodes telles que l'EVA (*Economic Value Added*) et MVA (*Market Value Added*), oriente les choix des actionnaires et plus particulièrement des fonds de pension américains. L'investisseur, qui dispose des plus grandes marges de manœuvre grâce aux marchés financiers globalisés, exige ses 15 % de ROE (*Return on Equity*). À travers ce phénomène il est clair que les économies mondiales sont de plus en plus sous l'influence de ces marchés et que c'est l'actionnaire, et non le citoyen, qui prime. Hans Tietmayer, alors président de la Bundesbank aurait déclaré il y a quelques années à Davos « les marchés financiers joueront de plus en plus à l'avenir le rôle de gendarme des pouvoirs publics... les

* Auteur de *L'État de droit : réflexion sur les limites du juridisme*, LGDJ, Paris, 2000 ; *Le consentement à l'impôt*, Presses de Science Po « La bibliothèque du citoyen », 2000. 31 quai de la Seine - 75019 Paris.

hommes politiques doivent comprendre qu'ils sont sous le contrôle des marchés financiers et non pas des débats nationaux ».

Peut-on se satisfaire de cette notion étroite de la création de valeur ? Ne faut-il pas réintroduire dans le débat les valeurs au sens philosophique ? C'est à ces questions que les réflexions qui suivent s'appliquent, non pas avec l'ambition d'y apporter des réponses définitives mais avec l'objectif modeste de dire que ces questions sont légitimes.

La création de valeur est censée résulter des performances des entreprises réalisées sous la loi du marché. À partir de là, pour les penseurs tels les « libertariens » qui ont eu leur vogue aux États-Unis, il n'existe aucun espace pour des fonctions étatiques, parasitaires par nature. Sans aller jusqu'à cet extrême, certains restreignent le rôle du politique à la gestion d'une cotisation qu'on lui ristourne, afin d'assurer quelques fonctions communes comme la sécurité des biens et la sûreté des contrats. La pensée libérale admet également que l'État puisse prendre en charge de certains investissements à long terme et, par une redistribution limitée, assister les plus démunis. Elle a même, plus récemment, concédé qu'il convenait d'instituer des mécanismes de régulation destinés à préserver les conditions les plus favorables pour que le moteur économique dégage sa plus grande puissance. Mais ces régulations elle les a voulues « indépendantes », c'est-à-dire, paradoxalement hors du champ de la politique citoyenne (et en fait réglées par des experts). Je fais allusion à l'indépendance des banques centrales et aux différentes AAI « autorités administratives indépendantes ». L'homme politique efficace est, dans ce cadre, celui qui sait se tenir à l'écart du fonctionnement du réacteur économique, créateur de valeur, et qui veille simplement à ce que rien ne vienne perturber son fonctionnement déterminé par des lois naturelles auxquelles il n'est pas possible d'échapper. Une action politique trop omniprésente encrasse la machine qui s'étouffe. La politique devient l'art de ne pas gêner !

Évacué, pour l'essentiel, du domaine économique, le débat citoyen risque de se trouver également exclu de la détermination des systèmes de valeur. Alors que la politique s'était émancipée du transcendant (le naturel ou le divin), pour devenir activité humaine, avec Machiavel, puis s'était, grâce à la théorie de la souveraineté, de Bodin, placée au centre de la société et du collectif et qu'enfin, par la volonté générale de Rousseau, le peuple des citoyens s'en était emparé, nous pourrions subir maintenant une évolution en sens inverse. La vogue des déclarations universelles des droits de l'homme restaure le sentiment qu'il existe un droit transcendant celui des États, ancré dans la nature humaine, porteur d'un seul système de valeur universel par-delà les cultures ou même les choix de société des collectivités politiques. Les valeurs suprêmes échapperaient donc également au débat politique. Ce phénomène est renforcé par le fait que la cohérence entre les principes transcendants et les règles de tous les jours est assurée par des juridictions, ce qui donne souvent à celles-ci la primauté sur le législateur qui assure en principe la représentation des citoyens.

S'il était réduit à la portion congrue entre les lois économiques « naturelles » et les intangibles droits de l'homme, le débat politique, risquerait de s'appauvrir considérablement. Les gens perçoivent bien cette relative impuissance des instances politiques. Leurs choix conduisant à certaines périodes à des alternances compulsives ou à des cohabitations systématiques traduisent ce désarroi.

Entendons-nous bien, les mécanismes économiques qui permettent la création de valeur au sein de l'entreprise doivent être préservés, le pouvoir judiciaire apporte des garanties essentielles aux libertés et les droits de l'homme sont une composante indissociable des États de droits démocratiques et un déterminant tout à fait légitime des relations et des actions internationales. Ce sur quoi j'insiste, c'est la nécessité de restaurer le débat politique à sa vraie place, parce que la décision politique exprime la souveraineté du citoyen et que nulle transcendance ou nulle fatalité naturelle ne saurait priver chacun de son droit « inaliénable » à être souverain. Ainsi, la création de valeur doit être appréciée à l'aune des systèmes de valeurs et le choix de ces systèmes est au centre du débat politique.

Dans ce cadre, le premier axiome de notre raisonnement est que l'on ne peut parler de création de valeur que de manière globale, après avoir effectué la somme algébrique des éléments positifs et des éléments négatifs. C'est le seul point de vue légitime pour la société et ceux qui sont comptables de son bon fonctionnement. Il serait ubuesque de faciliter ou d'admettre des mécanismes créant de la valeur d'un côté et en détruisant plus de l'autre. Pour cette approche en « valeur nette » il ne faut donc pas se contenter de mesurer la création de valeur interne à l'entreprise mais il faut également prendre en compte les « dommages collatéraux » causés au tissu humain et social ainsi qu'à l'environnement. Or cela implique de disposer d'un système de référence et donc de valeurs afin d'apprécier ce qui est négatif ou positif et de le quantifier ou tout au moins de le hiérarchiser et ensuite de veiller à favoriser la création de valeur qui minimise ces « dommages collatéraux ».

Si je dispose d'un système de valeur, je dois ordonner mes comportements, privés et collectifs, de façon à ce qu'ils ne soient pas incohérents avec les valeurs que j'ai choisies. Cette vision des « effets collatéraux » pourra donc être très large, et inclure par exemple l'impact des mécanismes de création de valeur économique sur la préservation des libertés ou de l'égalité, ce qui m'amènera par exemple à apprécier les rapports sociaux dans l'entreprise ou la répartition de la valeur créée.

On en arrive ainsi à une deuxième question éminemment politique, si tout le monde a intérêt à ce que la création de valeur soit maximisée, il y a conflit d'intérêt donc débat légitime sur sa répartition. À la limite la question des « dommages collatéraux » au sens large peut se ramener au problème de la répartition mais cette fois-ci sous l'angle non pas du produit mais des coûts.

Le débat sur la répartition est immédiat dès que l'on aborde la question de la création de valeur. Le philosophe John Rawls dans son ouvrage *Théorie de la justice*¹ a exprimé de manière rigoureuse l'idée intuitive que le système social n'est pas fait pour établir et garantir des perspectives plus favorables pour les plus privilégiés, à moins que ce ne soit à l'avantage des moins privilégiés. La formulation la plus simple de ses principes directeurs est la suivante :

« Toutes les valeurs sociales – liberté et possibilité offertes à l'individu, revenus et richesse ainsi que les bases sociales du respect de

¹ Seuil, Paris, 1987.

soi-même – doivent être réparties également à moins qu'une répartition inégale de l'une ou de l'autre de toutes ces valeurs ne soit à l'avantage de chacun. »

Après avoir postulé l'égalité absolue des droits et des devoirs de base, Rawls soutient que des inégalités socio-économiques, de richesse et d'autorité par exemple, sont justes si et seulement si elles produisent en compensation des avantages pour chacun et, en particulier pour les membres les plus désavantagés de la société. Il n'y a pas d'injustice dans le fait qu'un petit nombre obtienne des avantages supérieurs à la moyenne, à condition que soit par là même améliorée la situation des moins favorisés.

Cette approche recouvre la devise de la République, il n'y a pas besoin d'aller chercher plus loin les valeurs suprêmes : liberté, égalité et fraternité. En dehors de leur majesté propre ces valeurs sont le ferment de la création de valeur. La liberté qui permet les initiatives et les prises de risque est l'un de ses ressorts essentiels, l'égalité permet la motivation de tous. La liberté et l'égalité peuvent se combiner grâce à la fraternité. Ce mot fait souvent l'objet d'un contresens. Il n'exprime pas simplement une sorte d'emportement des premiers temps de la Révolution, élan sympathique mais daté et désuet. En fait la fraternité c'est refuser des avantages plus grands s'ils ne profitent pas aux autres moins fortunés. C'est selon Rawls, l'essence même de la justice. La création de valeur devra donc être jugée à l'aune de ces valeurs républicaines mais face à une situation concrète, la réponse n'est ni immédiate ni univoque.

La nature ne nous enseigne qu'une loi, la tension vers la perpétuation de la vie. La vie n'a pas d'autre valeur qu'elle-même. Le seul but de la vie c'est la vie. Les valeurs sont des créations culturelles. Des concepts comme ceux de la devise républicaine, liberté, égalité, fraternité ont exigé de longs combats avant de tendre à s'universaliser et requièrent encore des engagements forts et renouvelés. Mais s'il peut y avoir un accord relativement large sur les concepts, les conditions précises de leur application suscitent inévitablement le désaccord et la controverse. C'est l'objet du débat politique de choisir les valeurs de référence mais surtout de leur donner un sens précis enraciné dans un contexte. Dans un État de droit, le débat politique débouche sur l'adoption de règles de droit qui expriment, à un moment donné, la nature des choix exercés par le citoyen, directement ou à travers ses représentants. Le droit est la mise en forme des valeurs grâce au débat politique citoyen. Les règles issues de ce débat expriment toujours peu ou prou un compromis et la nature de celui-ci peut varier alors même que l'on continue à se référer aux mêmes valeurs de référence fondamentales.

L'encadrement par le droit, issu du débat politique, des mécanismes économiques et plus particulièrement de la création de valeur est profondément légitime. C'est au regard de la règle de droit, système de valeur concrétisé par la volonté politique devenue volonté générale que vont être jugés les effets « collatéraux » que nous avons évoqués. Il n'y a donc pas de création de valeur en soi indépendamment de la vision globale que l'on peut avoir sur les conséquences d'un mécanisme économique et sur la question de la juste répartition des produits et des coûts. La création de valeur ne peut donc se définir et s'organiser qu'à travers les critères qui résultent du débat politique et qui s'incarnent dans les règles de droit. Nous pourrions illustrer cette conclusion à travers le récent débat sur

les limites des licenciements réalisés par des entreprises dont la survie n'est pas en péril. Il est légitime que le débat politique s'empare de cette question, que la recherche d'une valorisation du capital ou de sa rentabilité ne soit pas obtenue à n'importe quel prix, qu'une vision globale, sociale, soit réintroduite et se traduise par l'évolution des règles qui régissent la matière afin que la valorisation soit réelle et ne se traduise pas par des avantages accrus pour certains, payés par ce que les économistes appellent des « externalités négatives » qui font qu'au total il n'y a pas création de valeur mais destruction sociale.

Mais, à ce stade du raisonnement, il faut approfondir encore la notion de création de valeur dans deux directions, d'abord en élargissant la création de valeur aux administrations et ensuite en restreignant la véritable création de valeur à la valeur ajoutée de l'entreprise, en mettant à part la valorisation financière et surtout en excluant la valorisation spéculative.

En premier lieu, je tiens à affirmer que la création de valeur ne se limite pas au monde de l'entreprise. Les administrations créent aussi de la valeur dans leur domaine d'action, que ce soit l'éducation, la sécurité, la conduite stratégique de la société, la protection sociale et environnementale... Ce n'est pas parce qu'un choix a été effectué sur le fait de confier une activité soit au marché et donc à l'entreprise soit à un organisme public, qu'elle change de nature. D'ailleurs beaucoup de domaines sont partagés. Décider ce qui relèvera de la production administrative ou de la production « entrepreneuriale » est un vrai choix politique, plus encore que de savoir la part de la détention publique ou privée du capital entrepreneurial. Dans la production administrative il n'y a pas de rapport entre le coût de production et les conditions de mise à la disposition des usagers. Cela peut être jugé indispensable et légitime afin d'assurer l'égalité d'accès. Avec la production entrepreneuriale, publique ou privée, le rapport entre le coût et le consommateur est plus direct. Il peut y avoir débat sur l'efficacité de cette production administrative mais pas sur sa légitimité.

S'agissant de la création de valeur par les administrations, la recherche de l'efficacité maximum est un impératif et de ce point de vue la bonne gestion de l'État et sa réforme est créatrice de valeur, en fournissant des services de meilleure qualité à moindre coût. Le débat politique doit permettre de choisir en toute connaissance de cause les missions de l'État organisées en production administrative et celles qui sont laissées au marché. L'autorité politique est responsable de la fixation des orientations stratégiques et des objectifs, notamment les exigences quantitatives et qualitatives au service du citoyen ainsi que du contrôle de leur réalisation. Elle est responsable aussi des arbitrages dans les enveloppes de moyens déterminées pour les différentes missions. Le management administratif qui doit être choisi uniquement sur des critères de professionnalisme, est, pour sa part, responsable de l'efficacité dans la mise en œuvre de ces moyens pour l'obtention des objectifs. L'autorité politique, au nom des citoyens, doit incarner l'exigence du meilleur rapport qualité/coût et le management administratif se mettre en mesure d'améliorer constamment ses performances sur ce plan. La discussion peut porter sur une répartition des gains de performance entre trois parties prenantes : le « peuple constitutionnel » avec les économies budgétaires, le peuple en détail (l'utilisateur) avec les amélio-

rations de la qualité des services, les agents du service (diminution de la durée du travail, élévation des qualifications), mais il n'y a pas de discussion possible sur le principe de la recherche de la performance et de l'efficacité des administrations et dans leur fonctionnement interne. Un substitut à la contrainte du marché doit être recherché dans la méthode comparative : *benchmarking* permanent avec les administrations étrangères ou les entreprises qui ont des fonctions similaires, comparaison des performances entre unités administratives territoriales dans le cadre d'un système de pilotage et de contrôle de gestion du type de ceux qui sont mis en place dans les « réseaux divisionnels » (selon la définition de Minzberg). Une contractualisation entre les réseaux administratifs et les autorités gouvernementales introduira la tension nécessaire pour la recherche de la meilleure efficacité au moindre coût.

En second lieu, la seule création de valeur véritable qui s'effectue dans l'entreprise se mesure à mon sens par la valeur ajoutée produite. Avant de revenir sur cette notion de « valeur ajoutée produite », nous voudrions écarter du débat les notions de « valeur financière » et surtout de « valeur de spéculation ».

La « valeur financière » fait référence essentiellement à la valorisation du capital de l'entreprise dans la perspective de sa cession de façon à réaliser une plus value, mais cette valeur de négociation résulte de la projection dans l'avenir, de la profitabilité de l'entreprise c'est-à-dire de ses *cash-flows*, avec en sus la valeur nette de réalisation des actifs résiduels. On en revient donc peu ou prou à la valeur ajoutée produite comme déterminant essentiel de la valeur financière. Celle-ci est calculée de manière rationnelle, elle exprime en quelque sorte le retour sur investissement. Certes, elle se distingue du prix de cession qui fait intervenir l'offre et la demande, et résulte de la négociation, mais les deux ont un rapport.

La vente de l'entreprise ne crée pas en soi de valeur, il y a simplement des arbitrages différents entre les placements patrimoniaux des acheteurs ou vendeurs. Cependant ces opérations sont essentielles à l'amélioration des performances globales de l'économie. La cession peut permettre des restructurations, des investissements nouveaux, des changements de stratégie, d'adossement, qui vont permettre d'améliorer la rentabilité et l'efficacité de l'entreprise et par conséquent accroître la création de valeur. La valorisation financière révèle des potentialités et crée les conditions favorables à une économie active. De ce point de vue il sera donc légitime que la collectivité ne fasse pas obstacle et au contraire puisse favoriser la valorisation et les conditions de négociation et de cession des activités entrepreneuriales. Cela se traduira notamment dans la législation fiscale (report d'imposition des plus values en cas de restructuration, suppression des droits d'enregistrement sur ces opérations...).

Si elle n'est pas au centre des mécanismes de création de valeur, la valorisation financière n'en est pas moins utile, il n'en est pas de même de la valorisation spéculative. Celle-ci se caractérise par deux éléments particuliers : d'une part elle est déterminée par des facteurs qui peuvent être très largement exogènes à l'entreprise, voire irrationnels, et d'autre part, le capital de l'entreprise est utilisé simplement comme support d'un jeu consistant pour certains à capter à leur profit les pertes des autres. Certes, lorsque la spéculation telle une fièvre maligne envahit tout l'organisme, pendant un temps, la somme des valeurs potentielles augmente mais lorsque les joueurs cessent de se passer le

mistigri, cette valeur artificielle se détruit. Les ondes de choc de l'implosion altèrent tous les édifices, mêmes ceux qui étaient sains. Le spéculateur n'intervient pas dans la gestion de l'entreprise, il ne crée aucune valeur mais peut en détruire. La discordance, parfois très large, qui peut exister entre la valeur financière de l'entreprise et sa capitalisation peut brouiller les choix économiques, à la manière dont l'usage des stupéfiants rend dépendant et irresponsable le drogué. Après les facilités de gestion et les investissements inadéquats dus à l'euphorie de la demande du marché spéculatif, l'atterrissage forcé détruit l'emploi. C'est souvent la collectivité qui paye la note pendant de nombreuses années : l'exemple des « défaisances » organisées pour sauver le secteur bancaire est tout à fait illustratif. Ainsi la spéculation est au mieux un jeu stérile à somme nulle mais souvent aboutit à un résultat négatif de destruction de valeur. Il convient donc de la décourager au maximum.

La difficulté est qu'il n'est pas évident de caractériser la spéculation *a priori* et que la différenciation avec les cessions à finalité économique réelle est délicate. La bourse en tant qu'instrument assurant la fluidité des capitaux au service des entreprises est un outil indispensable (augmentations de capital, OPE, OPA, placements à long terme...). Mais, nous le savons, l'activité boursière est quantitativement, pour l'essentiel, de nature spéculative. L'activité économique, pour son fonctionnement normal, n'a pas besoin des volumes d'échanges qui se réalisent quotidiennement, la plupart sont le fait d'opérateurs dont les arbitrages sont purement spéculatifs au sens que nous avons donné à ce mot précédemment. C'est pourquoi je crois que l'idée d'une taxe au taux tout à fait marginal sur les transactions boursières n'est pas à rejeter d'emblée. Son produit pourrait d'une certaine manière servir à compenser les « dommages collatéraux de la spéculation ». De même, je crois que les États devraient étudier une convention internationale introduisant une taxe sur les entrées et sorties de capitaux avec les paradis fiscaux. Une telle initiative ne pourrait bien sûr être mise en œuvre que si un nombre suffisant de pays représentant l'essentiel de l'économie mondiale s'y associait et son produit pourrait, sous l'égide des organisations internationales, être affecté à l'aide au développement des pays du Sud.

Pour introduire à ce stade de mon exposé un élément d'humour, je voudrais dire que je suis parfois tenté de proposer d'organiser un espace de spéculation sans « dommages collatéraux ». Il faut éviter de spéculer avec les choses utiles et fragiles telles que les entreprises et leurs instruments financiers. Mais la spéculation n'est pas un simple jeu de hasard, elle doit se développer dans un domaine où les éléments de rationalité et de passion s'équilibrent. On pourrait donc d'ouvrir une bourse du temps sur laquelle seraient émis, achetés et vendus des certificats de pluviométrie ou d'ensoleillement à terme et sur des zones déterminées. Ceux qui se rendraient sur cet espace spéculatif, le feraient en toute connaissance de cause et la collectivité serait à l'abri de leurs jeux. S'il se trouvait des investisseurs prêts à financer ce nouveau marché, cela serait un bon exemple de création de valeur !

La création de valeur essentielle se réalise dans l'activité de l'entreprise et se matérialise par sa valeur ajoutée au sens comptable. Elle seule augmente le « gâteau ». La valeur ajoutée comprend les salaires, les impositions, la rémunération des capitaux investis, l'autofinancement de l'entreprise. On le voit, son partage et sa répartition sont éminemment politiques au sens noble et dépendent de la réglementation et donc de

l'incarnation des valeurs que celle-ci représente. Quelle part pour le capital, quelle part pour le travail, quelle part pour la collectivité ? Telles sont les questions auxquelles le débat politique doit répondre. Ces réponses doivent être recherchées en fonction de deux catégories d'impératifs : d'une part ceux résultant des valeurs de la société (la justice par exemple) mais aussi d'autre part en veillant à ne pas déséquilibrer le mécanisme qui aboutit à la création de valeur ajoutée, c'est-à-dire la dynamique entrepreneuriale.

Or la justesse de cet équilibre des parties prenantes dans la valeur ajoutée, cette question de la répartition, qui est un choix éminemment et incontournableement politique, conditionne la création de valeur. La manière la plus efficace de libérer les forces de la création de valeur, c'est de veiller à ce que la question de la répartition de la valeur ajoutée soit la résultante d'un débat politique approfondi exprimant un consensus social satisfaisant. Que l'apporteur de capital ait sa part, mais aussi les salariés, acteurs essentiels et enfin la collectivité dans son ensemble à travers les prélèvements obligatoires.