

La gestion des relations avec les actionnaires

Les dirigeants consacrent de plus en plus de temps aux relations avec le marché financier. Ils y sont contraints par les sollicitations pressantes des investisseurs professionnels. Plus positivement, on peut penser qu'ils tirent enfin les conséquences d'une économie de marché financier où les investisseurs s'intéressent davantage à la valeur des titres qu'aux flux immédiats qu'ils permettent d'appréhender.

Le concept de valeur occupe donc une place centrale dans la gestion contemporaine des entreprises. La valeur est à la fois le signe tangible et la condition de leur succès stratégique. Elle est déterminée sur la base des anticipations des investisseurs. Une des tâches essentielles du dirigeant et de son directeur financier est donc de façonner ces anticipations afin qu'elles correspondent le plus étroitement possible à ce que l'entreprise est capable de délivrer dans l'avenir.

Beaucoup éprouvent une frustration face aux « incohérences » des réactions du marché ou un sentiment d'injustice devant la « myopie » des investisseurs. En réalité, la demande de communication des investisseurs est beaucoup plus subtile que ne le pensent généralement les entreprises. Pour y répondre, celles-ci devront développer un véritable marketing du titre qui va au-delà des stratégies habituellement adoptées.

L'incertitude de la valeur

L'investisseur éprouve de plus en plus de difficultés pour façonner ses anticipations. Deux évolutions se conjuguent pour rendre la notion de valeur plus complexe à déterminer: la montée en puissance d'une économie de l'intangible et l'apparition de la loi des rendements croissants. Face aux transformations profondes de l'économie, l'actionnaire ne peut plus se contenter des performances historiques ou des informations comptables pour prendre ses décisions. Cette situation l'incite à accorder davantage d'attention aux éléments non financiers de l'entreprise.

Nous vivons chaque jour davantage dans une économie de l'intangible. La valeur devient plus volatile, et sa maîtrise plus incertaine. Cette transformation touche à la fois l'offre, le marché et les moyens de production.

L'offre se transforme pour donner naissance à des échanges complexes comportant du côté de l'acheteur comme du vendeur une triple dimension économique, informationnelle et émotionnelle, les deux dernières étant particulièrement difficiles à valoriser.

Une nouvelle logique économique est également en train de prendre forme. Elle privilégie les « stratégies relationnelles » entre les acteurs économiques dont les conséquences sont plus difficiles à appréhender que es stratégies concurrentielles classiques.

Enfin la montée de la part de l'intangible dans le capital économique des entreprises constitue l'une des transformations qui mettent le plus à mal les méthodes d'analyse traditionnelles de la valeur. C'est ainsi que la valeur de marché de Microsoft est égale à plus de 16 fois sa situation nette. Une part essentielle de valeur de l'entreprise de Bill Gates n'apparaît pas dans ses comptes, elle est ailleurs : elle est dans le capital intellectuel et humain de la société et le potentiel de croissance que lui assure sa part de marché.

A cette incertitude de la valeur s'ajoute un degré de complexité supplémentaire. Il est habituel qu'une évaluation d'entreprise repose essentiellement (de 70 à 90 %) sur sa valeur terminale. Pour son calcul, l'on retient généralement le principe conservateur selon lequel la rentabilité d'une entreprise doit nécessairement diminuer jusqu'à ce qu'elle rejoigne celle de son secteur. Que l'on songe alors à la perplexité de l'investisseur qui serait devant une entreprise dont la valeur terminale serait très largement supérieure à 100% ! C'est pourtant une situation appelée à devenir plus fréquente dans l'avenir.

En effet, dans une économie d'information marquée par la vitesse, les intangibles et la connectivité, il arrive que la loi des rendements décroissants ne s'applique plus. C'est particulièrement le cas pour les entreprises de haute technologie. Aussitôt qu'elle parviennent à établir un standard, elles entrent dans une logique de rendements croissants : si le coût de fabrication d'un logiciel est considérable à l'origine, sa reproduction et sa transmission ne coûtent pratiquement rien.

Avec la croissance de la place de l'intangible dans les offres et celle des logiciels dans les produits, cette loi des rendements croissants va s'étendre à bien d'autres secteurs économiques que ceux liés au secteur informatique.

L'apparition de standards et de rendements croissants ne sont pas pour autant une assurance de stabilité de la valeur. L'on observe au contraire un phénomène de déplacement rapide de la valeur entre les entreprises d'un même secteur ou entre secteurs. Ce phénomène traduit lui-même la volatilité des positions concurrentielles. Même pour les entreprises qui parviennent à créer de la valeur et à s'imposer comme leaders, les moyens financiers, commerciaux ou intellectuels des concurrents peuvent bouleverser rapidement la situation. N'oublions pas que la rapidité est aussi l'une des caractéristiques majeures de la nouvelle économie (l'exemple de l'effondrement récent du titre Netscape est à cet égard très révélateur).

La place grandissante des indicateurs non financiers

Ces évolutions soulèvent des problèmes redoutables pour les investisseurs ou les analystes financiers qui doivent se prononcer sur la valeur de l'entreprise. L'information financière, surtout lorsqu'elle est purement historique, n'a jamais vraiment été en mesure d'éclairer le futur de l'entreprise. Cette difficulté est encore accrue par la transformation de l'économie qui vient d'être décrite. Pour juger de la valeur d'une entreprise, l'investisseur doit avant tout mesurer la capacité de cette dernière à créer des avantages compétitifs à long terme. Il ne peut y parvenir qu'en examinant des indicateurs non financiers.

L'examen de ce type d'indicateur par le marché est cohérent avec les pratiques des entreprises qui constatent elles-mêmes, de plus en plus, que le recours à des mesures uniquement financières ne peut les aider à mettre en oeuvre leur stratégie. Comme le dit le professeur de finance américain Baruch Lev, soutenir que seuls les actifs tangibles peuvent être évalués, tandis que les actifs intangibles ne le pourraient pas, c'est soutenir que seules les « choses » peuvent être valorisées et non les « idées ».

Parmi les indicateurs non financiers, quels sont ceux privilégiés par les investisseurs ? Une étude conduite récemment par Ernst & Young aux Etats-Unis a montré que les plus déterminants concernent l'exécution de la stratégie (l'entreprise est-elle capable d'appliquer sa stratégie, quelle qu'elle soit ?), la crédibilité du management (il est rare qu'un analyste sérieux ne se prononce sur une entreprise sans rencontrer ses principaux managers), la qualité de la stratégie, la capacité d'innovation, la capacité d'attirer et de garder des collaborateurs de talent, la part de marché, l'expérience du management, l'alignement des rémunérations sur la création de valeur, la qualité des principaux processus de l'entreprise.

Les principaux enseignements de cette étude sont les suivants : en moyenne, 35% des décisions d'investissement reposent sur des critères non financiers ; les analystes utilisent largement ce type de mesures pour établir leurs recommandations ; la précision de leurs prévisions augmente avec l'utilisation de ces indicateurs ; la nature des mesures non financières varie selon les secteurs ; enfin, l'absence de gestion stratégique de ces indicateurs peut affecter négativement la performance opérationnelle et la valeur de l'entreprise.

Une nouvelle approche de l'actionnariat

Face à un actionnariat plus perplexe, mais aussi plus professionnel et exigeant, les dirigeants doivent adopter une nouvelle attitude. Tout d'abord, il importe de donner une dimension marketing plus forte aux rapports entretenus avec le marché financier. Ensuite, les messages doivent être avant tout centrés sur les capacités d'action et d'exécution stratégiques de l'entreprise. Enfin, la communication doit s'exprimer avant tout au travers des actions concrètes engagées par le management.

Face au marché financier, les dirigeants doivent avoir un comportement identique à celui qu'ils adoptent sur le marché réel. Ils doivent comprendre quelles sont les attentes de leurs clients/actionnaires, et s'attacher la sympathie des prescripteurs que sont les analystes financiers. Ils doivent analyser les stratégies actionnariales développées par leurs concurrents afin de déterminer leur propre positionnement. Ils doivent s'organiser pour répondre aux attentes des actionnaires (fabrication d'un produit risque/rentabilité correspondant aux attentes et émissions de messages pertinents). Ils doivent enfin respecter leurs promesses et informer le marché sur la façon dont ils comptent les honorer. Pour reprendre une expression utilisée par P. Vernimmen, le dirigeant devient un «commerçant de titres financiers ». Le signe du succès stratégique se manifeste alors dans la part de marché financier de l'entreprise au sein de son secteur.

Dans cette démarche marketing, la compréhension des attentes des actionnaires est fondamentale. Seules quelques dizaines d'actionnaires comptent réellement. Il est donc possible d'avoir un véritable dialogue avec eux. Il est même possible d'aller plus loin dans la compréhension d'une communauté d'actionnaires. L'étude précitée d'Ernst & Young a permis de mettre au point, grâce à des techniques statistiques élaborées, une méthodologie pour réaliser une véritable analyse de marché afin d'identifier les attentes d'investisseurs à l'égard d'une entreprise et les comparer avec celles qu'ils ont à l'égard de ses principaux concurrents. Il ne viendrait à l'idée de

personne de lancer un produit sans effectuer une étude de marché. Pourquoi faudrait-il agir différemment sur le marché financier ?

La deuxième direction vers laquelle les entreprises doivent s'orienter pour mieux gérer les anticipations de leurs actionnaires consiste à transformer le contenu de leur communication financière. Il s'agit de transmettre au marché des messages correspondant aux problématiques stratégiques de l'entreprise. Les supports destinés à la communauté financière (rapport annuel, interviews, road-shows, communiqués, etc..) doivent être autant d'occasions de rappeler quel est le modèle de développement de l'entreprise et d'insister sur ses capacités d'exécution et sa volonté stratégique à tous les niveaux de l'organisation.

L'exemple de Coca Cola illustre bien ce point. La problématique actionnariale de ce groupe est de justifier le potentiel de croissance extraordinaire contenu dans son cours. Toute sa politique de communication vise donc à démontrer que la croissance de son produit est « infinie » et qu'elle pourra l'exploiter grâce à l'excellence de ses produits et de sa marque, à l'intelligence de son marketing, à sa puissance financière, et à la qualité de ses décisions. Le rapport annuel est un modèle du genre : il fourmille d'exemples très convaincants sur les potentialités du groupe et sa faculté de les exploiter dans l'avenir. La performance financière est laissée de côté au profit d'indicateurs plus stratégiques et qualitatifs.

Mais au-delà des déclarations, seuls importent les actes. Il ne s'agit pas de dévoiler des axes stratégiques confidentiels, ni de faire des promesses chiffrées en terme de résultats. Il faut montrer que l'on comprend les attentes du marché, expliquer comment on compte les satisfaire, mais surtout prouver que l'on a pris les dispositions nécessaires pour réaliser ses promesses. A cet égard, l'application d'une discipline de la valeur (« Value Based Management ») constitue un outil très puissant pour convaincre le marché de sa détermination à créer de la valeur à long terme¹.

Beaucoup d'entreprises se méprennent sur le contenu de cette discipline. Il s'agit bien entendu d'introduire dans le contrôle des performances de nouvelles mesures plus significatives de la création de valeur. Cependant, là n'est pas l'essentiel. La valeur est créée avant tout par des décisions stratégiques qui permettent de construire des avantages compétitifs à long terme. La discipline de la valeur consiste donc à optimiser les processus décisionnels, à donner aux opérationnels les outils nécessaires à l'exécution de la stratégie, et à les inciter à créer de la valeur à long terme par des incitations financières appropriées.

La logique du marché

L'entreprise doit exceller sur ses deux marchés : le marché des biens réels et le marché financier. Négliger l'un ne manquera pas d'avoir des conséquences dramatiques sur l'autre.

Les entreprises cotées le savent : une valeur de marché forte est une condition de leur croissance future et de leur pérennité. Expression d'une position stratégique, elle offre à l'entreprise qui en bénéficie tous les moyens de son expansion. Qu'elle s'affaiblisse, et alors les projets de croissance doivent être abandonnés ou différés, avec le risque que des concurrents plus solides financièrement ne tirent parti de cette situation.

Si le marché est un moyen de contrôle de l'exécution d'une stratégie, il est surtout l'une des conditions essentielles de sa réussite. Loin de constituer une contrainte, ce retour du marché doit être considéré comme un atout concurrentiel par les dirigeants qui acceptent d'entrer cette nouvelle logique. Tout le temps consacré par un dirigeant à analyser, comprendre, échanger et répondre aux investisseurs est essentiel dans la conduite stratégique de son groupe.

Jean-Florent Rérolle est associé du cabinet Ernst & Young en charge du Corporate Finance et du « Value Based Management ». Il enseigne également la Finance d'entreprise au groupe HEC et à l'ESCP.

¹ La publication Business Digest (01.55.46.96.96) consacre son supplément de mars 1998 à ce sujet.