

DE LA COMMUNICATION FINANCIERE AU MARKETING ACTIONNARIAL

Jean-Florent Rérolle¹

La prééminence des marchés financiers est une tendance de fond que les entreprises ne doivent pas sous-estimer. D'abord, la faillite annoncée de nos systèmes de retraite conduira inéluctablement à une situation similaire à celle que les Etats-Unis connaissent avec leurs fonds de pension. Ensuite, l'Euro et la globalisation des marchés rendront les comparaisons entre firmes européennes beaucoup plus faciles, ce qui accentuera l'intensité de leur lutte pour l'accès aux ressources financières : les plus médiocres verront leur situation se dégrader inévitablement. Enfin, le développement des marchés financiers bénéficiera de la nécessité d'offrir aux salariés actions ou stock options pour attirer les meilleurs talents.

Cette révolution fait insensiblement passer les chefs d'entreprises et leurs directeurs financiers du statut d'acheteurs de ressources à celui de vendeurs de titres. Pour être compétitive à long terme, l'entreprise doit exceller sur son marché « réel », mais aussi sur son marché « financier ». Sur ces deux marchés, la compétition est très vive, et il est illusoire de penser que l'on puisse négliger sans conséquences adverses l'un ou l'autre de ces deux champs de bataille. Au marketing commercial vient donc nécessairement s'ajouter un marketing actionnarial dont la maîtrise constituera dans les années à venir un élément clé de la supériorité stratégique des grandes entreprises.

Le marketing actionnarial ne serait être confondu avec la communication financière. En effet, comme le montrent les événements récents sur les marchés financiers, la communication « classique » ne peut que jouer un rôle très limité. Il ne faut pas s'en étonner. N'oublions pas qu'elle cherche à influencer les comportements d'acteurs particulièrement sophistiqués². La tâche est donc rude, et si l'entreprise souhaite maîtriser partiellement les anticipations de ses actionnaires, la démarche à entreprendre doit être radicalement différente.

Pour répondre à des besoins d'information chaque jour plus complexe, l'entreprise doit mettre en place un véritable marketing du titre.

Répondre à des besoins complexes

L'objectif de l'actionnaire est que son capital investi augmente en fonction du risque qu'il encoure. Sa problématique essentielle est donc la valeur, indicateur de base qui lui permet de prendre ses décisions d'investissement et de désinvestissement.

L'une des préoccupations essentielles de l'investisseur est ainsi de juger de la capacité du management à augmenter et à accélérer la génération du cash flow, à en diminuer la volatilité et à maximiser la valeur des actifs tangibles et intangibles (la marque par exemple) qui sont à l'origine de ces cash flows.

En effet, pour l'investisseur, la valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux (dividendes et cession de l'actif) qu'il espère en retirer dans le futur. Les recherches qui ont été menées ont montré que, dans la valorisation des titres, le marché : a) intègre les perspectives à long terme contenues dans les décisions d'investissement des entreprises, b) est capable de faire la distinction entre les politiques qui augmentent la valeur de l'entreprise et celles qui la détruisent, c) ne tient pas compte des changements de principes comptables qui affectent artificiellement le résultat net sans avoir d'impact sur le cash flow de l'entreprise.

¹ Associé du cabinet Ernst & Young, en charge du Corporate Finance et du « Value Based Management ». Il enseigne également la finance d'entreprise à l'ESCP.

² Il existe un consensus sur le fait que les marchés sont « semi-efficients », c'est-à-dire que les cours reflètent intégralement et immédiatement les informations diffusées au public.

D'une manière générale, l'investisseur s'intéresse à la capacité de l'entreprise à créer un ou plusieurs avantages compétitifs, qui, par définition, sont durables, défendables et décisifs, et qui, en grippant les mécanismes concurrentiels, la font bénéficier d'une rente économique³. L'investisseur cherche aussi à jauger la capacité d'un management à tirer parti d'opportunités de développement futures, car la valeur d'une entreprise a deux composantes : d'une part, la valeur des projets qu'elle a d'ores et déjà lancés, et d'autre part, la valeur des options qu'elle détient (par exemple un brevet qui lui donne le droit d'exploiter un marché ultérieurement).

L'appréhension de tous ces éléments est critique pour l'investisseur, et l'on voit bien qu'il ne peut se contenter d'une information purement financière pour prendre ses décisions. Une étude conduite récemment par Ernst & Young⁴ aux Etats-Unis a pu montrer que 35% des décisions d'investissement étaient basées sur des indicateurs non financiers. 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, 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.

Ce pourcentage ne peut d'ailleurs que s'accroître dans l'avenir. En effet, l'analyse à laquelle doit se livrer l'investisseur devient plus complexe avec la montée en puissance de l'économie connectée⁵ dans laquelle les intangibles jouent un rôle essentiel : 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 les 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 valeur⁶.

Parallèlement, on observe 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 et les grands bouleversements technologiques à l'oeuvre. 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.

Face aux besoins complexes de leurs actionnaires, les entreprises répondent encore trop souvent par une communication financière classique. Qui ne voit que celle-ci, pour indispensable qu'elle soit, ne peut satisfaire le marché financier ? L'information généralement diffusée est historique, épisodique, comptable et banalisée. Elle est donc impuissante devant les exigences des investisseurs : ceux-ci cherchent à anticiper de manière permanente (car ils doivent agir en temps réel), en fonction de données économiques et stratégiques, et, si possible, d'analyses confidentielles.

C'est la raison pour laquelle l'entreprise n'est que l'un des vecteurs d'information des investisseurs. Toutes les autres sources sont bonnes à exploiter : les clients, les fournisseurs, les partenaires de l'entreprise, les employés actuels ou anciens, les journaux, les concurrents, les analystes financiers, les autres actionnaires. L'environnement américain préfigure celui que les entreprises européennes devront maîtriser demain. Les nouvelles technologies renforcent le pouvoir des consommateurs sur le marché réel, et celui des actionnaires sur

³ Financièrement, cela se traduit par des projets d'investissement dont la rentabilité économique est supérieure au coût du capital (Valeur actuelle nette positive)

⁴ Measures that matter, Ernst & Young LLP, 1997.

⁵ L'économie connectée, Christopher Meyer, Les Cahiers Ernst & Young n°2.

⁶ Une étude récente (P.Artus, F. Hubert, N. Verlé, Caisse des Dépôts et Consignations, n°98-20 du 17 juillet 1998) a montré que pour les entreprises françaises, les biens intangibles sont valorisés à quatre fois leur valeur comptable pour les trois dernières années

le marché financier (cf. les forums de discussion sur Internet où actionnaires et employés échangent idées et opinions sur l'entreprise).

La porosité croissante des frontières entre l'entreprise et le monde extérieur, la construction de « business web » sont à la fois des impératifs stratégiques dans la nouvelle économie, mais aussi des contraintes pour le marketing actionnarial : l'entreprise devra construire ses relations avec ses actionnaires à partir de sa réalité stratégique et organisationnelle et renoncer au message publicitaire facile, mais inefficace.

Le marketing actionnarial consiste donc à professionnaliser les relations que l'entreprise entretient avec son marché financier. En s'inspirant de la définition du Petit Robert⁷, c'est l'ensemble des actions ayant pour objet d'analyser le marché financier de l'entreprise et de mettre en oeuvre les moyens permettant de le satisfaire. L'entreprise doit donc travailler dans deux directions. Elle doit d'une part améliorer ses « shareholder connections⁸ », et, d'autre part, mettre en place une discipline de la valeur.

Bâtir des « shareholder connections »

La fonction des « shareholder connections » est d'aider les investisseurs à mieux évaluer la rentabilité future de l'entreprise. Le rôle de vendeur du management est de permettre au marché de faire une estimation honnête de la situation de l'entreprise.

Pour cela, il s'agit tout d'abord de mieux connaître les actionnaires. Au-delà des bases de données qui permettent d'identifier les investisseurs et leurs stratégies de base, l'entreprise doit s'organiser pour mettre en place une organisation, des technologies et des procédures qui permettent de recueillir de manière systématique les idées et opinions des actionnaires ou des observateurs sur l'entreprise elle-même, mais aussi sur ses principaux concurrents, cotés et non cotés. Il s'agit là d'une veille concurrentielle classique, mais orientée pour comprendre les attentes financières et stratégiques du marché. Un grand nombre de techniques utilisées par les « customer connections » peuvent ainsi être utilisées pour mieux connaître les besoins des actionnaires.

En outre, la direction d'une entreprise doit s'intéresser tout particulièrement aux actionnaires de poids. N'oublions pas que les cours sont déterminés avant tout par ces « lead steers » qui ne sont souvent que quelques dizaines dans le capital d'une entreprise cotée. Le dialogue continu qui doit être organisé (road shows et dialogue direct) constitue une occasion unique pour l'entreprise de confronter son point de vue à celui d'investisseurs professionnels, qui certes ont moins d'informations internes que le management, mais qui ont plus de points de comparaison et d'expérience financière. Les informations récupérées au cours de ce processus permanent doivent faire l'objet d'un traitement particulier par le Comité de Direction.

Les analystes constituent naturellement une cible importante pour l'entreprise. Cependant, il convient de ne pas leur attribuer un pouvoir trop important. Lorsque l'on examine attentivement les cours d'une entreprise et les conseils d'investissement, on est souvent frappé par la capacité du marché à anticiper ces derniers ... A l'exception de quelques vedettes, les analystes, trop grégaires⁹ ou insuffisamment indépendants, sont peu suivis par les investisseurs. Cependant, ils jouent un rôle utile. D'une part, ils constituent un vecteur d'information auprès duquel l'investisseur peut trouver des données déjà retraitées. D'autre part, ils permettent aux investisseurs de confronter leur propres anticipations à celles d'un consensus de place, ce qui a pour effet de baisser le coût de l'information, et d'augmenter indirectement la valeur des entreprises qui sont analysées. C'est la raison pour laquelle une entreprise a intérêt à être suivie par le plus grand nombre possible d'analystes financiers.

Enfin, il est 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

⁷ Le marketing est l' « Ensemble des actions ayant pour objet d'analyser le marché présent ou potentiel d'un bien ou d'un service et de mettre en oeuvre les moyens permettant de satisfaire la demande ou, le cas échéant, de la stimuler ou de la susciter »

⁸ Le marketing moderne fait une place croissante à ce que l'on appelle les « customer connections » en référence à un livre écrit par Ernst & Young (voir « Customer Connections », R. Wayland et P.Cole, Harvard Business School Press, 1997)

⁹ What analysts and cattles have in common, Matt Siegel, Fortune 17/8/98.

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 ?

Les attentes des investisseurs doivent être rapprochées des capacités de l'entreprise. La valeur boursière d'une entreprise est à la fois le signe de son succès stratégique, et la clé de son développement futur. Pour être un guide de gestion efficace, elle doit être représentative de sa rentabilité future réelle. Trop haut, le cours impose des contraintes sans cesse croissantes au management. Trop bas, il ralentit à terme le développement de l'entreprise.

Le second niveau de compréhension consiste donc à identifier quel est le retour anticipé par l'investisseur. Il ne s'agit pas ici du coût du capital, mais de la rentabilité économique future implicitement contenue dans le cours de l'entreprise. Investir à une rentabilité supérieure au coût du capital et s'attacher à ce que le différentiel soit positif et croissant¹⁰, n'est pas suffisant pour créer de la valeur actionnariale. En effet, le cours d'une entreprise intègre la rentabilité estimée de l'ensemble des investissements futurs. S'il apparaît que ces investissements (bien qu'ayant une VAN positive) généreront une rentabilité inférieure à celle qui était préalablement anticipée, le cours baissera inévitablement.

Il est donc critique pour un management de comprendre, compte tenu du coût du capital et de la valeur de l'entreprise, quelles sont la rentabilité économique et la durée de l'avantage compétitif anticipés par les actionnaires, et les rapprocher de ses propres estimations afin de prendre éventuellement les mesures correctrices qui s'imposent (soit une altération des signaux adressés au marché, soit une modification de la stratégie). Cette analyse est effectuée à partir des consensus de marché et des outils prévisionnels internes. A cet égard, les modèles de simulations probabilistes (type simulations de Monte-Carlo) sont très utiles, car ils permettent aux managers de mieux comprendre le degré d'incertitude qui affecte leur prévisions de résultats et de cash flows. Le dialogue avec leurs actionnaires s'appuie alors sur des bases beaucoup plus saines.

La connaissance des actionnaires et l'alignement de leurs attentes sur les capacités réelles ou futures de l'entreprise ne sont que la première phase de l'acte de vente au marché financier. Celui-ci se nourrit d'informations permanentes qui lui permettent de conforter son choix. La responsabilité du management est donc de mettre en place une véritable discipline de la valeur qui permettra aux investisseurs d'être rassurés sur la capacité de l'entreprise à créer des avantages compétitifs.

Instaurer une discipline de la valeur

A l'ère de l'économie connectée, il est vain d'espérer compenser des résultats médiocres ou une position stratégique affaiblie par une communication efficace. Tôt ou tard le marché s'apercevra de la supercherie. L'entreprise cotée n'a pas d'autre choix que de promettre ce qu'elle est capable de délivrer, et délivrer ce qu'elle a promis.

Avec la nouvelle économie connectée, de nouveaux modèles d'organisation deviennent indispensables. Ils privilégieront l'adaptabilité, l'innovation, la flexibilité, l'expérimentation et la perméabilité des frontières pour mieux se fondre dans un environnement qui présente des caractéristiques similaires¹¹. La véritable efficacité résultera de la capacité des managers à créer des organisations au bord du chaos, et à résister à la centralisation pour rejeter le pouvoir de décision vers la périphérie, là où l'action est entreprise. Cette situation posera de redoutables problèmes de cohérence stratégique si un but clair n'est pas assigné aux multiples centres de décision. La discipline de valeur constitue la boussole indispensable de ces entreprises.

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.

¹⁰ Ce qui est une prescription classique dans les démarches de type EVA.

¹¹ Blur, the speed of change in the connected economy, S.Davis et C.Meyer, Addison Wesley, 1998.

Pour les favoriser, l'entreprise doit introduire la dimension financière dans l'analyse stratégique, rechercher la flexibilité organisationnelle et stratégique et privilégier la direction à la précision. Elle doit également choisir une politique financière qui donne des signaux clairs au marché sur ses intentions ou ses positions opérationnelles.

L'introduction de la dimension financière dans le processus décisionnel permet non seulement de mieux comprendre ou se crée et ou se détruit la valeur, mais aussi de mieux anticiper les risques opérationnels. Au-delà des informations et des enseignements offerts par des simulations systématiques avant toute prise de décision, cette discipline permet de changer progressivement la culture des managers en les rendant conscients des enjeux financiers de leurs décisions. Ce changement culturel est une des conditions qui permettra d'atteindre l'objectif d'une meilleure osmose entre marché réel et marché financier.

Ensuite, dans ses choix stratégiques ou organisationnels, l'entreprise doit privilégier la flexibilité. Les actionnaires sont davantage rassurés par les entreprises qui savent tirer parti des opportunités qui se présentent sur leurs marchés que par celles qui affichent une stratégie détaillée dont elles affirment qu'elles ne sauraient se départir. Pour effectuer ses choix, le management peut utilement s'inspirer du cadre offert par la théorie des options. La valeur d'une entreprise dépend très largement de son portefeuille d'options. Pour augmenter la composante optionnelle de la valeur de l'entreprise, le management doit examiner, puis prendre des décisions stratégiques ou opérationnelles qui affectent positivement ces déterminants. Le tableau ci-dessous¹² recense quelques stratégies qui concourent à cet objectif.

Determinants of value of financial options	Current Value of underlying asset	Strike price of the option	Variance of underlying asset	Dividend paid on the underlying asset	Time to expiration on the option	Riskless interest rate (duration of the option)
Determinants of value of real options	Present value of expected cash inflows	Present value of expected cash outflows	Uncertainty of expected cash outflows	Value lost by waiting to exercise	Investment opportunity duration	Riskless interest rate
Management of real options	Increase	Reduce	Increase	Reduce	Increase	Not manageable
Examples of associated strategies	Create Business webs with low-cost suppliers	Invest in intellectual capital, not on tangible assets	Accelerate innovation and R&D	Lock-up critical resources	Create Business webs with customers	
	Create standards and platforms	Design assets to be easily reconfigured	Let the market manage offer	Develop structural capital	Maintain technology lead	
	Increase Marketing expenses	Leverage economies of scale	Organize for instability and adaptability	Lock-up customer base	Lock-up distribution channels	

Enfin, la complexité de l'environnement exige que la création de valeur puisse être suivie non plus seulement par des mesures financières, mais aussi par des indicateurs non financiers. La gestion de la valeur consiste encore trop souvent à mettre en place un ou plusieurs indicateurs financiers autour desquels une mobilisation est organisée, sans s'attacher à comprendre les facteurs stratégiques, organisationnels et humains qui permettront à l'entreprise de créer de la valeur à long terme. C'est au contraire sur ces facteurs qu'il faut se concentrer après avoir compris leurs liens avec la valeur actionnariale.

L'une des techniques les plus efficaces pour identifier ces facteurs est la construction de tableaux de bord de la valeur pour chaque entité stratégique de l'entreprise. S'inscrivant dans une démarche résolument participative, elle consiste à créer au sein d'une équipe de direction un consensus autour des objectifs stratégiques et des avantages compétitifs nécessaires au succès. Les principaux leviers d'action dans une perspective actionnaire / client / processus / ressources humaines, et leurs interactions sont ensuite identifiés dans le cadre de la création de valeur. Quelques indicateurs pertinents sont enfin définis sur les quatre axes précités. Ces tableaux de bord peuvent être ensuite déclinés à tous les niveaux de l'unité stratégique. Ils offrent au management des indications précieuses sur la direction de l'entreprise, informations qui peuvent être réutilisées dans le cadre des « shareholder connections ».

¹² Measuring value in the connected economy, J-F Rérolle, Prométhée, Londres, 24 juin 1998.

Ces trois axes de travail sont de nature à rassurer les actionnaires sur la capacité d'exécution stratégique de l'entreprise dont on a vu le caractère déterminant du point de vue de la valeur actionnariale. Naturellement, ces décisions opérationnelles doivent être accompagnées de politiques significatives et cohérentes.

Les décisions financières (politique de dividendes, rachats d'actions, scissions, structure financière...) ne créent pas de valeur en tant que telles. Elles viennent en revanche conforter les décisions industrielles et permettent d'adresser des signaux forts au marché. Par exemple, la décision de procéder au rachat d'actions s'inscrit dans une logique d'entreprise en maturité qui ne possède plus assez d'opportunités d'investissement pour utiliser un cash pléthorique. Ou encore, la réduction des dividendes pour une entreprise trop endettée lui permet de signifier au marché sa décision de revenir à un levier qui lui permette de bénéficier d'économies fiscales sans être pénalisée par une prime de risque trop forte. Naturellement, le maniement de ces signaux est très délicat et suppose une parfaite compréhension du fonctionnement des marchés financiers en général et du comportement de son actionnariat en particulier.

A l'ère de l'économie connectée, l'entreprise n'a pas d'autre choix que d'exceller sur son second marché, le marché financier. Pour cela elle doit développer un véritable marketing actionnarial qui consiste à organiser un dialogue permanent avec ses actionnaires et à communiquer avant tout sur sa capacité à délivrer ses promesses. L'exécution stratégique devient primordiale.

Face à ce nouvel environnement, les dirigeants vont devoir réviser profondément leurs attitudes. Ils doivent accepter la sanction du marché, et rechercher un dialogue équilibré et honnête avec les investisseurs. Plus risqué, ils devront leur donner un accès plus fréquent à leur organisation et accepter d'organiser des discussions directes avec leur cadres. L'osmose entre le marché réel et le marché financier consiste aussi à créer une certaine porosité de leurs frontières respectives.

Bien conduit, le marketing actionnarial donnera au marché les moyens de mieux valoriser l'entreprise. Le cours deviendra ainsi, peu à peu un indicateur essentiel de gestion pour les dirigeants.