

Le Bon Dieu et ses Saints

Pour une nouvelle religion du Gouvernement d'entreprise, plus protestante ...

La logique de la valeur et celle du gouvernement d'entreprise changent profondément le rôle des conseils d'administration et les questions auxquelles il doit répondre. La logique de la valeur a toujours existé, nous dit Jean-Florent Rérolle, mais les voies et moyens qu'elle emprunte est bouleversée par la société de l'information. C'est une nouvelle définition de la valeur qu'il s'agit de saisir et de rendre opérante dans les entreprises. Un défi pour les conseils d'administration d'aujourd'hui et de demain.

Il est bien connu que le pouvoir corrompt. L'entreprise n'échappe nullement à ce phénomène. Malgré la vision angélique des théories néo-classiques suivant lesquelles les dirigeants gèrent l'entreprise en fonction des intérêts de leurs mandants, force est de constater que les dérapages sont fréquents. La fonction des mécanismes de contrôle est de réduire ce que l'on appelle les conflits d'agence entre les dirigeants et leur actionnaires. Le défi du Gouvernement d'Entreprise est de s'assurer que l'entreprise crée de la valeur à long terme pour ses actionnaires, donc de mettre en phase l'action des dirigeants et l'intérêt de l'actionnaire.

Le Conseil d'Administration joue un rôle critique à cet égard. Principal mécanisme de contrôle interne, il est censé représenter les actionnaires. Il a trois fonctions principales. La première consiste à s'assurer que l'information fournie au marché est exacte et reflète la réalité économique de l'entreprise. La seconde vise à procéder à un contrôle régulier des actions du management entre les assemblées d'actionnaires. Enfin, la troisième consiste à exercer une fonction de sanction grâce aux pouvoirs de nomination et de révocation du Président et des Directeurs généraux qu'il possède.

Ce mécanisme, de nature interne, est complété par un contrôle externe : celui du marché financier : c'est l'actionnaire qui juge en dernier ressort. Alors qu'aux Etats-Unis celui-ci est reconnu comme le plus efficace, en Europe (en particulier la France), il est usuel de lui accorder un intérêt secondaire. En effet, l'importance des capitaux d'Etat, l'existence de "noyaux durs",

l'absence de fonds de pension puissants et le caractère réduit de l'actionnariat particulier font peser un soupçon d'inefficience du Marché. Pourquoi dès lors se soumettre à sa loi injuste ?

C'est la raison pour laquelle l'Europe a privilégié le contrôle interne, certes moins efficace, mais plus facile à mettre en oeuvre ... tout au moins en apparence. Chez nous, la problématique du Gouvernement d'entreprise est ainsi affectée de strabisme juridique. Tout le débat semble tourner autour du Conseil d'Administration, des administrateurs indépendants, des comités d'audit et de rémunération.

En France, l'importance des capitaux d'Etat, l'existence de “noyaux durs”, l'absence de fonds de pension puissants et le caractère réduit de l'actionnariat particulier font peser un soupçon d'inefficience sur les marchés.

Mais qui ne voit que cela ne répond pas à la question la création de valeur pour l'actionnaire. Lorsque l'on examine les trois fonctions du Conseil d'Administration, on ne peut qu'être sceptique sur sa capacité de participer efficacement à la création de valeur. Son rôle de garant de l'information financière, renforcé par l'existence de Comités d'audit, s'exerce sur un registre certes nécessaire, mais, comme on le verra plus loin, largement inutile dans la perspective d'évaluation de la rentabilité future qui est celle des actionnaires. Quant aux deux modes d'action théoriquement concevables, le contrôle et la sanction, force est de constater que les mesures mises en place sont insuffisantes. L'expression suivant laquelle “il y a plus de décorations que de lumières” dans les Conseils d'administration ne révèle qu'une dimension du problème. Aujourd'hui, les entreprises sont confrontées à un environnement économique et concurrentiel dont la complexité est telle qu'il serait illusoire de penser que les comités ou conseils d'administration, même composés de personnes de qualité, puissent contrôler efficacement les décisions stratégiques de l'entreprise. En outre, la composition souvent incestueuse de ces cénacles leur interdit de prendre en temps et en heure les sanctions que mériteraient les managers destructeurs de valeur.

La réponse à ces dysfonctionnements est évidente : mieux vaut s'adresser au Bon Dieu qu'à ses Saints ! Le véritable contrôle est de nature externe. C'est le marché financier qui doit l'exercer. Son don d'ubiquité (l'efficience des marchés) lui en donne la légitimité. Sa puissance est inégalée, et elle s'exerce en temps réel. Enfin, et, c'est une différence notable avec le Bon

Dieu, ses voix ne sont pas aussi impénétrables que cela : il est possible de discerner ses attentes. Dans tous les cas, le Salut passe par le respect d'un certain nombre de Commandements qui doivent être intériorisés par l'entreprise et ses dirigeants.

L'expression suivant laquelle "il y a plus de décorations que de lumières" dans les Conseils d'administration ne révèle qu'une dimension du problème. Aujourd'hui, les entreprises sont confrontées à un environnement économique et concurrentiel dont la complexité est telle qu'il serait illusoire de penser que les comités ou conseils d'administration, même composés de personnes de qualité, puissent contrôler efficacement les décisions stratégiques de l'entreprise

Face aux défis d'une économie connectée, plus complexe et insaisissable que jamais, les Conseils d'administration doivent donc revoir profondément leur rôle pour servir les actionnaires. Ils doivent abandonner l'illusion du contrôle et de la sanction et laisser le Marché exercer ces modes d'actions. En revanche, ils doivent prendre une part plus active au marketing actionnarial qui consiste à s'assurer que les actionnaires ont tous les moyens nécessaires pour l'évaluer convenablement, et que leurs attentes sont intégrées efficacement dans les projets de l'entreprise.

Nos Conseils d'administration, comme nos entreprises, vivent encore dans l'illusion que les actionnaires sont essentiellement et avant tout préoccupés par les résultats financiers à court terme, le résultat net et le Bénéfice par actions (BPA). L'adoration de ces veaux d'or conduit les administrateurs à dépenser beaucoup d'énergie à s'assurer que les comptes publiés constituent une représentation sincère et fidèle de l'entreprise. Elle mobilise des armées de comptables, contrôleurs de gestion et auditeurs qui s'acharnent à produire en qualité, en quantité et à l'heure dite, des informations qui seront digérées avec délices par les comités d'audit.

Mais les temps changent, et de plus en plus rapidement. Les éléments comptables ne sont révélateurs que d'une infime partie de la réalité économique. Les règles comptables d'une entreprise peuvent être assimilées à celles que le policier tente d'imposer au flot de véhicules qui converge vers le carrefour dont il a la charge. De son point de vue, le carrefour reste fluide. C'est sans compter les bouchons qui se forment à la périphérie, et, en tout état de cause, il ne contrôle qu'une partie du trafic. Il a l'illusion du pouvoir : l'essentiel se passe dans les artères secondaires.

En effet, les actionnaires ne peuvent se contenter d'informations comptables historiques produites dans le meilleur des cas quatre à cinq mois après leur survenance. Intéressantes à titre documentaire, elles sont impuissantes pour l'aider à valoriser la rentabilité future de l'entreprise, seule donnée qui les intéresse réellement. D'ailleurs, à supposer qu'ils en disposent immédiatement, ou même mieux, en temps réel¹, cette information ne saurait expliquer la valeur de l'entreprise.

La prééminence des marchés financiers 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"

De fait, notre système économique est en train de subir une mutation profonde sous l'impact des nouvelles techniques. La technologie a toujours été un moteur essentiel de la croissance et du progrès. Cependant, celle-ci devient aujourd'hui interactive, flexible, virtuelle et largement intangible². Ces caractéristiques conduisent à deux phénomènes majeurs qui changent les règles du jeu de la création de valeur, et donc les données sur lesquelles les actionnaires doivent porter leur attention :

- ◆ l'importance croissante du savoir et son management dans la gestion de l'entreprise. Une étude récente³ a montré que pour les entreprises françaises, les biens intangibles sont valorisés à quatre fois leur valeur comptable pour les trois dernières années, et que la croissance de ce que l'on appelle "le q de Tobin"⁴ ne peut être considérée comme un phénomène spéculatif, mais doit être analysée comme la capacité du marché à dépasser des conventions comptables datées ;
- ◆ l'apparition d'une économie de réseaux qui privilégie les stratégies relationnelles entre les acteurs économiques avec pour conséquence de nouveaux comportements concurrentiels plus difficiles à quantifier que les stratégies classiques. La valeur d'une entreprise réside aujourd'hui davantage dans le réseau

¹ Cette perspective n'est d'ailleurs peut être pas tellement éloignée grâce aux moyens technologiques (l'information en temps réel fait déjà partie des meilleures pratiques pour les relations qu'entretiennent certaines entreprises avec leur clients : pourquoi n'en serait-il pas de même pour les actionnaires ?)

² *Blur, the speed of change in the connected economy*, S. Davis et C. Meyer, Addison Wesley, 1998

³ P. Artus, F. Hubert, N. Verlé, Caisse des Dépôts et Consignations, n°98-20 du 17 juillet 1998.

⁴ Rapport de la valeur de marché d'une entreprise sur la valeur de son capital.

qu'elle a constitué ou auquel elle appartient que dans sa valeur intrinsèque. Or, il n'y a pas de comptabilité prospective de réseaux !

La nouvelle économie est en train d'imposer un nouveau canon de la création de valeur. Il ne s'agit pas d'une nouvelle religion. Le principe de la maximisation de la valeur a toujours été au centre de la gestion de l'entreprise, et il le reste⁵. Mais les transformations à l'oeuvre sont en train de bouleverser les modèles dont nous nous servons depuis trente ans pour appréhender, mesurer et gérer cette valeur⁶.

La croissance du rapport de la valeur de marché d'une entreprise sur la valeur de son capital ne peut être considérée comme un phénomène spéculatif, mais doit être analysée comme la capacité du marché à dépasser des conventions comptables datées

Et, que l'on ne se fasse pas d'illusions : ces nouvelles règles qui semblent s'appliquer uniquement aux entreprises de haute technologie vont en réalité diffuser dans l'ensemble des secteurs, même les plus traditionnels. Il suffit de songer à la situation de l'édition (cf. Barnes and Nobles), à celle des producteurs de disques, ou bien encore à celle des distributeurs automobiles qui voient leurs positions menacées par l'irruption de nouveaux acteurs sur Internet. Les nouvelles technologies vont irriguer l'ensemble de notre économie, et on voit mal quels sont les produits ou services qui pourront y échapper.

Ces caractéristiques ne simplifient pas la vie des managers. Créer un avantage compétitif dans ces conditions est à la fois plus facile (les opportunités sont plus nombreuses), mais aussi plus illusoire (les positions concurrentielles peuvent être remises en question en quelques jours). La versatilité stratégique devient une qualité essentielle. Comme l'a écrit récemment *Fortune*⁷, les leaders de la nouvelle économie "ne s'arrêtent pas pour penser ; il agissent, et à grande vitesse". La capacité d'exécution stratégique devient la qualité principale d'une entreprise. Les vieilles recettes stratégiques sont dépassées. L'intuition et l'action ont remplacé l'analyse et la planification stratégique : c'est la Silicon Valley contre le Gosplan ! Dans ce nouveau monde, l'information financière classique devient largement inopérante, et les modèles stratégiques traditionnels sont rapidement dépassés

⁵ Voir "La discipline de la valeur", Supplément de mars 1998 de *Business Digest*

⁶ Pour une présentation générale des méthodes d'évaluation d'entreprise voir : *Evaluation d'entreprise : Principes et méthodes*, Revue Fiduciaire Comptable n°223, Novembre 1996.

⁷ "How to be a great CEO", *Fortune*, 24 mai 1999

La valeur actionnariale d'une entreprise est révélatrice de son succès. Elle dépend de sa position sur trois parts de marché dont les effets se combinent : celle des clients, celle des actionnaires et celle des talents

Dès lors, le rôle des conseils d'administration est de s'assurer que les managers ont bien compris les transformations à l'oeuvre, et notamment la façon dont se construit la valeur d'une entreprise. Impuissants à contrôler et à sanctionner, ils devront déployer leur énergie dans un autre domaine : dévoiler le mystère de la valeur et catéchiser les dirigeants. Quelques points sont essentiels à cet égard :

1. La valeur actionnariale d'une entreprise est révélatrice de son succès. Elle dépend de sa position sur trois parts de marché dont les effets se combinent : celle des clients, celle des actionnaires et celle des talents. Une position concurrentielle forte se traduira par une meilleure valorisation de l'entreprise. Le marché financier permettra alors d'accélérer le développement de l'entreprise et d'y attirer les meilleurs talents. Celle qui n'entre pas dans ce cercle vertueux a toutes les chances de connaître la situation contraire, vicieuse celle-là ...
2. La premier souci du management doit être de s'assurer de sa capacité à délivrer les promesses qu'il fait au marché financier, ou à satisfaire les exigences de celui-ci. Cela suppose le développement d'un véritable marketing du titre⁸. Les entreprises doivent s'inscrire dans un processus qui leur permette, régulièrement, d'appréhender les attentes des actionnaires, d'identifier les mesures à prendre, et de leur communiquer le statut des progrès effectués. L'objectif est de réaliser une adéquation aussi parfaite que possible entre la valeur créée par l'entreprise et la valeur reconnue par le marché. Si la valeur reconnue est insuffisante, l'entreprise risque de ne plus pouvoir financer son développement. A l'inverse, une valeur reconnue très supérieure à la valeur créée risque d'imposer une tension managériale aussi vaine qu'insupportable.
3. Une direction générale doit accorder une place toute particulière au moteur de la valeur. En raison de la nature chaque jour plus volatile des avantages compétitifs, de la

⁸ De la communication financière au marketing actionnarial, Les Cahiers Ernst & Young n°3, 1999

nécessité dans laquelle se trouvent les entreprises de changer régulièrement leurs modèles de développement, l'actionnaire détournera son attention des grandes déclarations stratégiques pour se concentrer sur les éléments les plus révélateurs de la flexibilité future de l'entreprise. Il examinera avec attention la nature des actifs mis en place (les actifs tangibles étant davantage des passifs à l'heure de l'économie connectée), et la capacité des managers à identifier, créer, gérer des options de croissance future⁹.

4. Enfin, plus critique que la stratégie poursuivie, la capacité d'exécution, la vitesse de réaction de l'entreprise sera l'un des déterminants de sa valeur aujourd'hui. Des indicateurs de performance différents doivent donc être fournis au marché. Une étude conduite récemment par Ernst & Young¹⁰ aux Etats-Unis a montré que 35% des décisions d'investissement étaient fondées 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.

Aux Etats-Unis, on a pu calculer que sur une période de quatorze ans (de 1976 à 1990) les transactions portant sur un changement de contrôle des entreprises (fusions, acquisitions, désinvestissement, LBO) ont créé plus de 750 milliards de dollars de valeur pour les vendeurs

Comme le montrent les marchés financiers les plus dynamiques, le contrôle externe exercé par les actionnaires est le plus efficace. Aux Etats-Unis, on a pu calculer que sur une période de 14 ans (de 1976 à 1990) les transactions portant sur un changement de contrôle des entreprises (fusions, acquisitions, désinvestissement, LBO) ont créé plus de 750 milliards de

⁹ *La création de valeur dans une économie connectée*, Jean-Florent Rérolle, *Analyse Financière*, Septembre 1998, et, *Création de Valeur et Mesures de performance*, J-F Rérolle, *Sociétal*, Mars 1999.

¹⁰ *Measures that matter*, Ernst & Young LLP, 1997.

dollars de valeur pour les vendeurs¹¹. Ce chiffre n'intègre pas les améliorations de performance que les entreprises ont été obligées de réaliser sous la menace de telles opérations.

D'une manière générale, on peut considérer que le marché financier est un bon indicateur des performances du management. De nombreuses études réalisées sur les marchés financiers occidentaux¹² ont montré que son comportement est rationnel. Il s'inscrit dans le cadre d'un marché qualifié de "semi-efficace", ce qui signifie que la valeur des titres d'une entreprise reflète toute l'information disponible du moment. Les recherches qui ont été menées ont montré que le marché tient compte des perspectives à long terme dont les décisions d'investissement des entreprises sont révélatrices, qu'il est capable de faire la distinction entre les politiques qui augmentent la valeur de l'entreprise et celles qui la détruisent et qu'il 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.

Mais pour qu'il fonctionne efficacement, encore faut-il l'approvisionner par des informations pertinentes. Pour cela, il n'y a qu'un moyen : analyser les attentes des investisseurs, scruter leur réactions lorsqu'une nouvelle concernant l'entreprise ou son secteur est annoncée publiquement, définir une "value proposition" correspondant à la fois à leurs attentes et aux capacités de réalisation de l'entreprise.

Les recherches qui ont été menées ont montré que le marché tient compte des perspectives à long terme dont les décisions d'investissement des entreprises sont révélatrices, qu'il est capable de faire la distinction entre les politiques qui augmentent la valeur de l'entreprise et celles qui la détruisent et qu'il 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

Il appartient donc aux Conseils d'administration de s'assurer que les véritables préoccupations des actionnaires trouvent un écho auprès des dirigeants. Pour mesurer la distance qui reste à franchir, il suffit de se poser quatre questions simples, mais fondamentales :

¹¹ "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", Michael Jansen, *Journal of Finance* (Juillet 1993)

¹² L'essentiel de ces études a été réalisé aux Etats-Unis. Voir, par exemple, l'ouvrage de référence de Pierre Vernimmen, "Finance d'entreprise", Dalloz, 1999.

- ◆ Les administrateurs discutent-ils régulièrement de l'évolution du cours de l'entreprise avec son management ?
- ◆ Ont-ils à leur disposition les éléments d'analyse nécessaires à la compréhension de l'écart entre la valeur de marché de l'entreprise et sa valeur intrinsèque ?
- ◆ Le management a-t-il une vision claire des attentes financières et non financières des actionnaires et un projet structuré pour y répondre ?
- ◆ Existe-t-il des objectifs de valorisation précis pour chacune des activités de l'entreprise ?

Malheureusement, les réponses à ces questions sont, la plupart du temps, négatives. Comment dès lors s'étonner de l'apparente sous-valorisation de certaines entreprises, et... de la frustration des managers ? Comment peut-on reprocher au marché de valoriser imparfaitement l'entreprise lorsque l'on ne s'adonne pas régulièrement soi-même à cet exercice ?

Les administrateurs ont-ils à leur disposition les éléments d'analyse nécessaires à la compréhension de l'écart entre la valeur de marché de l'entreprise et sa valeur intrinsèque ?

Cet examen de conscience a débouché aux Etats-Unis sur la mise en oeuvre d'approches¹³ destinées à analyser de manière systématique et régulière les attentes des investisseurs afin de nourrir la réflexion stratégique des dirigeants et de leurs Conseils d'administration. L'expérience montre qu'en l'absence de cet exercice, la gestion d'un cours de bourse reste largement illusoire.

Comment peut-on reprocher au marché de valoriser imparfaitement l'entreprise lorsque l'on ne s'adonne pas régulièrement soi-même à cet exercice ?

La prééminence des marchés financiers est une tendance de fond que les entreprises ne doivent pas sous-estimer. 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

¹³ Ernst & Young LLP utilise à cet égard une approche originale, "Investor Value Exchange™". Elle constitue une véritable étude de marché financier. Rapprochée d'une mesure des capacités de l'entreprise à dépasser les attentes des actionnaires, elle donne aux dirigeants les bases d'un marketing efficace de leur titre.

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 du titre dont la maîtrise constituera dans les années à venir un élément clé de la supériorité stratégique des grandes entreprises.

Les managers de peu de foi mettront en question la tyrannie et les caprices irrationnels des marchés pour refuser de se soumettre. Mais le marché financier réagit en fonction de l'information et des perspectives de rentabilité qu'on lui donne : on a le marché (et le cours de bourse) que l'on mérite.

Accepter de soumettre ses résultats à la sanction du marché n'est pas une décision facile (quoique l'évolution des marchés financiers et la logique économique ne nous laissent pas beaucoup de choix ...). Les managers de peu de foi mettront en question la tyrannie et les caprices irrationnels des marchés pour refuser de se soumettre. Mais le marché financier réagit en fonction de l'information et des perspectives de rentabilité qu'on lui donne : on a le marché (et le cours de bourse) que l'on mérite. C'est à l'entreprise, et à son Conseil d'Administration, de s'assurer que l'on fournit aux actionnaires les moyens de prendre des décisions efficaces. Pour créer de la valeur dans le monde moderne, les entreprises doivent ainsi mettre plus de foi dans le marché et ses mécanismes régulateurs.

A l'ère de l'économie connectée, l'entreprise doit s'en remettre à la sagesse des actionnaires. Pour cela, elle doit d'abord comprendre que nous allons vivre dans un monde profondément différent de celui que nous connaissons en Europe depuis trente ans, un monde où rien n'est acquis pour plus de quelques jours et où seuls les plus agiles survivront. Dans ce nouveau monde, la finance est un atout considérable : être fort sur son marché financier, cela signifie avoir les moyens de son développement, attirer les meilleurs talents, et se donner un système de contrôle en temps réel de ses performances stratégiques.

L'osmose entre le marché réel et le marché financier consiste aussi à créer une certaine porosité entre leurs frontières respectives. Au Conseil d'administration d'assurer le rôle du sas de décompression

Les dirigeants devront réviser profondément leurs attitudes. Ils devront 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 de mener des discussions directes avec leurs cadres. L'osmose entre le marché réel et le marché financier consiste aussi à créer une certaine porosité de leurs frontières respectives. Au Conseil d'administration d'assurer le rôle du sas de décompression.

Naturellement, ce schéma n'est véritablement concevable que si les managers, comprenant l'intérêt qu'il présente pour l'avenir de l'entreprise, jouent le jeu jusqu'au bout, et donnent à leurs actionnaires l'information nécessaire pour leur permettre de juger de l'efficacité de leur exécution stratégique. Les Administrateurs doivent se sentir investis d'une nouvelle mission : s'assurer que ce nouveau Credo est intériorisé par l'entreprise. Parallèlement, les dirigeants devront être irréprochables pour ouvrir leurs livres et leur coeur à Dieu et non plus seulement à ses Saints... mais le Paradis de la Valeur est à ce prix !

Jean-Florent Rérolle¹⁴
jean-florent.rerolle@ey.com

¹⁴ Associé du cabinet Ernst & Young. Basé à New York, il est spécialisé en Corporate Finance. Les idées et positions développées dans cet article n'engagent que leur auteur.