

## **La responsabilité des Administrateurs dans les débâcles boursières**

Jean-Florent Rérolle

Associé Ernst & Young Corporate Finance

Parmi les nombreux risques auxquels les entreprises doivent faire face, il en est un qui les synthétise tous et qui en accélère les effets: le risque d'une chute brutale du cours de bourse. Récemment, de nombreux groupes français ont subi les foudres du marché avec une intensité que l'on croyait réservée soit à des entreprises de taille plus modeste, soit à des groupes cotés sur des marchés financiers plus « débridés ».

En réalité, force est de constater que l'occurrence de ce risque a considérablement augmenté. Une étude récente<sup>1</sup> d'Ernst & Young effectuée sur les Global 1000 a montré qu'il existe une probabilité de 40 % pour qu'une entreprise connaisse une chute brutale de plus de 30% par rapport au marché dans une période de 5 ans. Facteur aggravant, cette déconnexion se maintient sur le long terme : un an plus tard, l'entreprise enregistre encore une décote de 20% par rapport au marché.

Les raisons de ces chutes spectaculaires sont nombreuses, mais le mécanisme est toujours le même. Le marché se rend brutalement compte qu'il existe une déconnexion importante entre un ou plusieurs des trois éléments qui contribuent à l'équilibre d'une valorisation : les attentes du marché, la capacité à délivrer de l'entreprise et les signaux adressés à la communauté financière.

Souvent, cette chute prend l'allure d'une véritable débâcle financière menaçant l'existence même de l'entreprise. Le Président et les administrateurs exécutifs sont alors les premiers mis en cause, suivis très rapidement par le reste des administrateurs accusés d'incompétence, de négligence ou de complaisance. Cette prise de conscience de la responsabilité de tous les administrateurs, devrait s'accroître avec les nouvelles dispositions prises par tous les pays développés en matière de Gouvernement d'entreprise.

Si cette évolution est normale compte tenu des pouvoirs importants attribués aux Conseils d'Administration<sup>2</sup>, elle risque de générer plus de frustrations que d'améliorations. En effet, il est illusoire de rendre tous les Administrateurs responsables de la valeur actionnariale sans en préciser les conséquences pratiques. Pour remplir efficacement son rôle de médiateur entre les actionnaires et les dirigeants, le Conseil d'administration doit exercer une triple fonction :

1. Exprimer les attentes à long terme des investisseurs.
2. Contrôler l'adéquation de la stratégie de l'entreprise à ces attentes.
3. Participer aux signaux adressés aux investisseurs.

---

<sup>1</sup> « Risks that Matter », Ernst & Young-Oxford Metrica, Septembre 2002.

<sup>2</sup> Le rapport Bouton reprend la définition très large donnée dans le rapport Viénot : le Conseil d'Administration « définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes »

A défaut d'être en mesure de remplir convenablement ces fonctions, les administrateurs s'exposent à des mises en cause sérieuses en cas de débâcle financière.

*Exprimer les attentes à long terme des investisseurs.*

En règle générale, les dirigeants n'ont pas une vue objective de la valeur de leur entreprise. Même lorsque les choix d'investissement sont effectués de manière rigoureuse (sur la base de cash flows actualisés), il est rare que l'entreprise procède à une analyse régulière du potentiel de création (ou de destruction) de valeur de ses actifs et en tire les conséquences stratégiques.

A fortiori, leur jugement sur la valeur de leur action n'est jamais impartial. Qu'elle soit trop basse ou trop haute, le fonctionnement des marchés est, de toute façon, contesté. Dans le premier cas, c'est une preuve de leur inefficience. Dans le second, c'est la démonstration qu'une communication idoine permet de convaincre facilement des investisseurs immatures.

La première vocation du Conseil d'Administration est de contrebalancer l'incrédulité, le désabusement ou la tentation manipulatoire du management en introduisant plus de rigueur et d'objectivité dans l'analyse des attentes des investisseurs comme dans celles des autres parties prenantes à l'entreprise.

Cette analyse n'est jamais réellement effectuée. Pourtant, le Conseil est censé représenter collectivement les actionnaires et s'assurer que la gestion de l'entreprise est conforme à leurs intérêts. Il serait illusoire d'espérer exercer cette fonction sans construire préalablement un point de vue précis sur les attentes à long terme de ses mandants. Sinon, sur quelle base peut-il juger de l'action du management ?

Pour essentielle qu'elle soit, cette première tâche des Administrateurs est la plus délicate. Il ne faut pas être décontenancé par les caprices des marchés. A long terme, ils restent efficaces, même si les anomalies boursières sont fréquentes à court terme. L'efficacité des marchés est l'hypothèse qui a été le plus fréquemment testée et démontrée en finance et, jusqu'à aujourd'hui, rien n'est venu réellement la remettre en cause. Cela dit, il n'en demeure pas moins que le fonctionnement des marchés reste obscur.

Pour bien le comprendre, il faut utiliser les apports des sciences de la complexité<sup>3</sup>. Le comportement global du marché financier est constitué par l'interaction d'une multitude d'agents qui développent chacun une stratégie personnelle. Ces stratégies sont modifiées au cours du temps en fonction de leur succès. De cette dynamique résultent certaines propriétés globales dites « émergentes ». C'est le concept de la « Main invisible » décrit par Adam Smith. Les deux caractéristiques clés de ces systèmes sont leur non linéarité (les effets ne sont pas proportionnels à la cause) et l'existence de points critiques (un stimulus de petite intensité peut avoir de grandes conséquences : comme les euphories ou les krachs boursiers).

Cette approche prend le contre-pied des croyances habituelles : le marché se comporte rationnellement même s'il est constitué d'individus irrationnels. Elle est cohérente avec les thèses de la finance comportementale<sup>4</sup> qui montrent que les investisseurs subissent des dérives

---

<sup>3</sup> « The future of trading : biology-based market modeling at Nasdaq », M.Brown et V. Darley, Perspectives on Business Innovation Journal, issue 4.

<sup>4</sup> « Human Behavior and the efficiency of the financial system », R.Shiller , Janvier 1998.

psychologiques importantes dans leurs décisions financières : une assurance excessive dans leur capacité et leur savoir, une aversion pour les pertes<sup>5</sup>, une tendance à tomber dans le piège de la confirmation (« je ne vois que ce que je crois »), à surenchérir de manière irrationnelle, le désir de faire partie d'un groupe (imitation), l'incapacité à évaluer rationnellement les probabilités ...

Dès lors, il est vain de vouloir appréhender le fonctionnement du marché en interrogeant ses acteurs. En particulier, analyser les performances boursières à travers le prisme des analystes financiers peut être trompeur. En 1999, sur les 33169 recommandations faites par les 2200 analystes sur 6000 entreprises cotées aux Etats Unis, seulement 125 étaient des recommandations de vente (soit 0,37% !)<sup>6</sup>. Rien ne permet donc d'affirmer que ceux-ci ont un bon jugement sur la valeur réelle des entreprises. Au contraire, la période récente, qui a vu l'intégrité et l'indépendance de l'analyse financière sévèrement remises en cause, est là pour le prouver<sup>7</sup>.

Outre les conflits d'intérêts issus de leur appartenance à des banques d'affaires, il faut se rappeler que les analystes ne font souvent que suivre les indications des entreprises lorsqu'ils construisent leurs modèles. Les managers ont tendance avoir des comportements plutôt optimistes<sup>8</sup>, et la communication financière ne fait pas exception à cela. Et, bien entendu, les analystes souffrent également de ces défauts comportementaux. Cela ne veut pas dire qu'écouter les professionnels est inutile. Il faut simplement relativiser leurs analyses et maintenir un scepticisme permanent, en particulier sur leurs conclusions.

Dans ces conditions, comment le Conseil d'Administration peut-il prendre la mesure des attentes des actionnaires afin de pouvoir juger de l'adéquation actionnariale de la stratégie du management?

Malgré les facteurs psychologiques qui entrent en jeu dans l'évaluation d'une action et la complexité du marché financier, les méthodes classiques reposant sur les cash flows et le risque restent les meilleurs instruments disponibles pour analyser les attentes des investisseurs. En effet, à long terme, la valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des cash flows qu'il est capable de générer, le facteur d'actualisation intégrant le risque qui pèse sur ces cash flows<sup>9</sup>. Ces dernières années, des outils de valorisation optionnelle sont venus compléter le dispositif en particulier pour les entreprises dont la valeur s'explique par des options réelles identifiables et significatives<sup>10</sup>.

L'analyse qu'il convient d'effectuer doit se faire à rebours (« reverse engineering »). On doit partir de la valeur de l'action pour en inférer les hypothèses de profitabilité, de croissance, de durée de l'avantage compétitif et de risque utilisées implicitement par les investisseurs. Cette série d'éléments clés de la valeur doit ensuite être testée par des analyses de sensibilité afin d'identifier les performances que l'entreprise doit réaliser pour justifier le prix de marché<sup>11</sup>. L'analyse n'aboutit pas à un jeu d'hypothèses, mais à plusieurs.

L'une des données clés de l'analyse doit être la rentabilité économique anticipée (REA). Cette mesure, qui doit être déclinée pour chaque activité, devrait être le véritable taux de référence pour les décisions du management. Trop souvent, on se satisfait d'une rentabilité économique de l'actif ou

---

<sup>5</sup> Pour un individu, une perte a environ 2,5 fois plus d'impact qu'un gain de même ampleur.

<sup>6</sup> « The Pied Pipers of Wall Street », M. Cole, Bloomberg Press, 2001

<sup>7</sup> « Strategic Interactions between Sell-side analysts and the firm they cover », Melvyn Teo, Harvard University, December 2000

<sup>8</sup> « Managerial optimism and corporate finance », J.B. Heaton, Novembre 1998

<sup>9</sup> « Evaluation d'entreprise, principes et méthodes », JF Rerolle, Revue Fiduciaire et Comptable, Novembre 1996.

<sup>10</sup> « Real options », T. Copeland et V. Antikarov, Texere, 2001

<sup>11</sup> « Expectations investing », A.Rappaport et M. Mauboussin, Harvard Business School Press, 2001.

des nouveaux investissements supérieure au coût du capital. Malheureusement, cela n'est pas suffisant pour créer de la valeur, contrairement à ce que les partisans de l'EVA<sup>12</sup> affirment. Pour augmenter la valeur de l'entreprise il faut dépasser les attentes de rentabilité des investisseurs qui peuvent être très supérieures à celles exigées pour que la valeur actuelle nette des projets soit simplement positive.

Le second enseignement majeur de l'analyse doit être la quantification des options de croissance future et la détermination de la durée de l'avantage compétitif implicitement attribués par les actionnaires à l'entreprise. La valeur d'une entreprise est égale à l'addition de la valeur de ses actifs en place, et de celle de ses investissements futurs. Si l'entreprise vaut davantage que sa situation nette, cela veut dire que les investisseurs s'attendent à ce que son management maintienne la rentabilité actuelle (extension de l'avantage compétitif) et prépare les options de croissance future (la décision d'investissement concrétisant l'exercice des options créées préalablement).

Ce qui est critique dans cette démarche, c'est plus l'analyse elle-même que le résultat final qui s'exprime par des fourchettes et des probabilités. Elle permet d'interpréter les attentes des actionnaires, mais également de positionner l'entreprise par rapport à ses compétiteurs. Au total, elle jette les bases d'une discussion éclairée et rationnelle des Administrateurs avec le management sur le sujet essentiel de la stratégie de création de valeur.

### *Contrôler l'adéquation de la stratégie de l'entreprise aux attentes des investisseurs*

Le rôle le plus habituel du Conseil d'Administration est de surveiller l'action du management. Cette fonction découle d'une vision contractuelle de l'entreprise où l'existence de conflits d'intérêts et d'asymétrie d'information rend nécessaire l'existence de mécanismes de contrôle afin de limiter l'impact négatif de ces dysfonctionnements sur la valeur actionnariale. Le Conseil d'Administration est l'un de ces mécanismes.

Cependant, l'approche partenariale<sup>13</sup> nous semble plus riche et plus conforme aux valeurs qui sont véhiculées par l'intérêt social : les intérêts des parties prenantes, des dirigeants et des actionnaires convergent nécessairement ; la responsabilité des dirigeants doit pouvoir être mise en cause, mais il faut également leur donner une flexibilité de gestion et le temps nécessaire pour rentabiliser leurs investissements. Cette vision donne au Conseil d'Administration une mission de facilitateur qui favorise la coopération entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans ce cadre, il appartient au Conseil de confronter les attentes implicites des actionnaires à la capacité de l'entreprise de les satisfaire. Tout décalage doit être analysé puis traité avant que les investisseurs ne s'en aperçoivent. Le Conseil doit avoir des débats réguliers avec le management sur la valeur intrinsèque de l'entreprise telle qu'elle découle des business plans de chaque activité. La contribution de chacune à la génération des cash flows futurs et au niveau de risque de l'entreprise doit être identifiée. Des analyses de sensibilité doivent être effectuées et des simulation probabilistes doivent être menées afin de comprendre quels sont les éléments clés qui expliquent la création ou la destruction de valeur.

---

<sup>12</sup> EVA ou Economic Value Added, marque déposée par Stern Stewart.

<sup>13</sup> « Le Conseil d'Administration dans les théories de la gouvernance », Gérard Charreaux, Décembre 2000.

Au-delà des chiffres, il appartient au Management de convaincre le Conseil que l'organisation et la stratégie s'intègrent dans une véritable discipline de la valeur. La valeur est créée avant tout par des décisions stratégiques qui permettent de construire des avantages compétitifs à long terme. Pour cela, le management doit mettre en place une gestion des risques, valoriser la flexibilité organisationnelle et stratégique, et suivre des indicateurs de création de valeur pertinents<sup>14</sup>.

L'étude précitée d'Ernst & Young a montré que les baisses brutales de cours de bourse s'expliquent avant tout par l'incapacité de l'entreprise à anticiper des changements stratégiques majeurs. Le marché réagit fortement et négativement lorsqu'il apparaît évident que les prévisions de croissance ne pourront être tenues. La maîtrise du risque stratégique passe par la mise en place de techniques de simulation dans les prises de décisions afin de développer chez les managers une connaissance intime de l'impact sur sa valeur des paramètres clés de la situation compétitive de l'entreprise.

Dans ses choix stratégiques ou organisationnels, l'entreprise doit privilégier la flexibilité. Les actionnaires sont davantage séduits par les entreprises qui savent tirer parti des opportunités qui se présentent que par celles qui affichent une stratégie détaillée et apparemment intouchable. 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.

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.

A l'issue de l'analyse, s'il apparaît que l'entreprise est surévaluée, Le Conseil et le Management doivent décider si la différence entre la valeur de marché et la valeur intrinsèque peut être comblée rapidement, ou, s'il est possible de définir une stratégie de rattrapage suffisamment convaincante et réaliste pour conserver la confiance du marché (acquisitions, création de synergies à l'intérieur du groupe, rationalisation des activités destructrices de valeur, cession d'activités à des acheteurs stratégiques...). En l'absence de stratégie alternative, il conviendra de changer la politique de communication et, d'une manière générale, d'altérer les signaux adressés au marché pour tenter d'atteindre un cours qui soit compatible avec les cash flows que l'entreprise espère générer.

A l'inverse, si la conclusion est que l'entreprise est sous-évaluée, le management doit prendre des mesures pour combler ce fossé perceptuel. Ces mesures consisteront à mieux communiquer sur les perspectives de l'entreprise, à prendre une série de décisions financières pour mieux signaler au marché la valeur intrinsèque de l'entreprise, ou encore à extérioriser la valeur d'une division en faisant entrer un partenaire au capital de celle-ci.

L'une des difficultés de l'analyse réside dans la prise en compte de la rétroaction qui existe entre le marché financier et le marché réel. C'est pourtant un mécanisme qu'il convient d'avoir sans cesse à l'esprit. Le marché financier se nourrit d'informations financières et non financières qui sont autant d'indications sur l'avantage compétitif de l'entreprise. La durée de cet avantage dépend de la rentabilité économique des actifs en place, des options que l'entreprise a su créer et qui constituent

---

<sup>14</sup> « La création de valeur dans une économie connectée », JF Rérolle, Analyse Financière, Septembre 1998

autant d'opportunités de croissance future, et enfin de sa capacité à exécuter sa stratégie. Sur la base d'hypothèses de cash flow et de risque, le marché détermine une valeur de marché.

La rétroaction<sup>15</sup> intervient dans l'impact que cette valeur va avoir sur la stratégie de l'entreprise. Cet impact se manifeste à tous les niveaux de son exécution. Le niveau de valorisation actuel et potentiel de l'entreprise sera déterminant pour la politique de rémunération des principaux managers (options), sa capacité à attirer les meilleurs candidats, à nouer des alliances avec des partenaires, à poursuivre son développement externe, à exercer les options de croissance, à attirer de nouveaux créanciers ou investisseurs ...

Lorsque le marché retire sa confiance, l'entreprise entre dans un cercle vicieux qui illustre l'interpénétration des sphères financière et réelle et relativise considérablement l'opposition qui est faite quelque fois entre les actionnaires et les autres parties prenantes de l'entreprise (salariés, fournisseurs, banquiers ...): la satisfaction des actionnaires passe par celle des clients sans lesquels l'entreprise ne ferait pas de profits à long terme et par celle des salariés sans la compétence desquels elle ne pourrait maintenir son avantage compétitif. Réciproquement, un partage injuste de la valeur au détriment des actionnaires limitera les possibilités d'accès aux ressources financières et mettra à terme en péril l'entreprise tout entière.

Toute la difficulté consiste à aligner la capacité de l'entreprise à créer de la valeur avec les attentes du marché, et vice et versa. Le management vend à ses investisseurs des espérances de cash flows futurs, dont une partie ne pourra être délivrée que si le marché lui fait confiance et les valorise en quelque sorte « par avance ». Pour ne pas bâtir sur le sable, il est donc fondamental de ne pas créer de malentendus avec le marché. Il faut savoir ce que l'on fera des ressources et de la confiance des investisseurs s'ils sont convaincus par la stratégie de l'entreprise. La liaison entre attentes du marché et anticipations du management est établie grâce aux signaux adressés régulièrement aux investisseurs. Leur maîtrise est une responsabilité conjointe du Management et du Conseil.

### *Participer aux signaux adressés aux investisseurs*

Après avoir compris les attentes des investisseurs, identifié la capacité de l'entreprise à y répondre et mesuré l'écart qui existe entre les deux positions, le Conseil doit s'assurer que les messages adressés au marché permettront de réduire cet écart. L'objectif doit être d'aider les investisseurs à déterminer la juste valeur de l'entreprise.

A la suite des scandales qui ont récemment ébranlé la confiance du marché, différentes initiatives ont été prises pour renforcer le rôle des Administrateurs<sup>16</sup>. Cette responsabilité doit aller au-delà de l'arrêté des comptes sociaux, l'établissement des comptes consolidés ou l'examen des risques et des engagements hors bilan. Elle doit s'étendre à la politique de communication financière de l'entreprise, et plus généralement à tous les signaux qui sont lancés aux investisseurs. Trois domaines sont clés : l'intégrité et la pertinence de l'information, le système de gouvernement d'entreprise, et enfin la politique financière.

---

<sup>15</sup> « L'incertitude de la valeur, la valeur de l'incertitude », JF Rérolle, Cahiers Ernst & Young n°5, Février 2002

<sup>16</sup> En France : le rapport Bouton qui va être suivi d'une modification législative fait suite à la loi NRE qui renforce les moyens d'investigation des Conseils d'Administration; aux EU : la loi Sarbanes-Oxley.

L'intégrité de l'information financière est, bien entendu, le premier objectif à atteindre. Les Administrateurs doivent s'assurer de l'indépendance et la compétence des commissaires aux comptes. Ils doivent aussi vérifier que l'entreprise a bien mis en place un audit interne et une gestion des risques efficaces. A cet égard, il faut bien comprendre que moins on consacre de moyens à ces systèmes de contrôle externes ou internes, plus on s'expose à de mauvaises surprises. C'est une évidence, mais, la plupart du temps, les entreprises font passer les impératifs de coûts avant toute autre considération...

L'intégrité est importante, mais la pertinence ne l'est pas moins. On a pu observer qu'en moyenne, 35% des décisions d'investissement reposent sur des critères non financiers<sup>17</sup>. Les plus déterminants concernent l'exécution de la stratégie, 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 (dont la maîtrise des risques).

Il appartient au Conseil, sur la base des observations qu'il a pu faire sur les attentes des investisseurs, de décider, avec le Management, quelles sont les informations non financières devant être régulièrement divulguées au marché. Cette tâche est essentielle pour réduire l'asymétrie d'information qui pénalise la valeur des entreprises, tout particulièrement celles dont l'activité repose largement sur des actifs intangibles ou dont l'avenir est lié à leur R&D.

Le deuxième volet des signaux adressés aux investisseurs concerne le Gouvernement d'Entreprise. Le premier impératif est de mettre en place un Conseil d'Administration dont la composition et les règles de fonctionnement répondent aux exigences d'un Gouvernement d'Entreprise efficace. Mais il s'agit plus généralement de montrer au marché qu'à tous les niveaux de l'entreprise, des « contre-pouvoirs » et des « contre-pensée unique » ont été mis en place pour enrichir le processus de décision et lui donner un minimum de rationalité.

Les techniques de simulation utilisées systématiquement lors des décisions majeures, le contrôle interne, la gestion des risques, l'organisation de fonctions clés (comme celle des fusions-acquisitions) font partie de cette panoplie. En effet, les dérives comportementales qui ont été très largement étudiées pour les investisseurs peuvent être transposées à tous les managers, et pas seulement les dirigeants : dans leurs décisions, ceux-ci ne sont pas moins affectés que les actionnaires par les biais psychologiques mentionnés précédemment<sup>18</sup>. Le marché doit connaître les dispositions prises dans ces domaines, en particulier lorsque la taille de l'entreprise est importante, que ses activités sont diverses et décentralisées et que ses métiers sont complexes<sup>19</sup>.

Enfin, la politique financière joue un rôle critique dans une perspective de signalisation au marché<sup>20</sup>. Plus la valeur de l'entreprise repose sur ses opportunités de croissance future, plus le Management doit afficher sa capacité financière à les exercer. Le choix d'une structure financière est donc l'un des signaux les plus importants que le Conseil doit analyser.

L'endettement optimal doit être soigneusement choisi en fonction de plusieurs critères. Le premier paramètre de décision est la situation opérationnelle de l'entreprise. Il est essentiel de bien mesurer les risques d'exploitation engendrés par les investissements ou les engagements stratégiques. Au-delà d'un calcul de rentabilité classique, quelle est la probabilité d'occurrence de situations extrêmes qui

---

<sup>17</sup> « Measures that Matters », Ernst & Young, 1997

<sup>18</sup> « Behavioral corporate finance », H. Shefrin, Octobre 2001

<sup>19</sup> « The corporate governance discount », Jefferies, May 2, 2002

<sup>20</sup> « Financement de l'entreprise et création de valeur », JF Rérolle, Les Echos, 3 avril 1998

rendraient nécessaire le recours à un financement externe ? Cette question élémentaire est trop souvent éludée, même au sein de grands groupes.

L'impact des économies fiscales est également important à considérer, mais il ne doit pas être surestimé. La prise en compte de la fiscalité personnelle des investisseurs et les spécificités de telle ou telle législation fiscale ont vite fait de réduire cet avantage supposé, et il existe par ailleurs d'autres moyens d'alléger sa charge fiscale : par les politiques d'amortissement ou de provisions par exemple.

Enfin, il est nécessaire de tenir compte de la nature des actifs que l'entreprise doit financer. Celles dont les actifs sont essentiellement intangibles (pharmacie, médias,...) pourront moins recourir à l'endettement que celles qui possèdent des actifs plus tangibles (industries lourdes, transport aérien, ...). En effet, en cas de difficultés financières, les premières sont contraintes d'abandonner des projets de croissance (suppression de dépenses de R&D ou marketing...) qui conditionnent leur avenir et perdent du terrain sur leurs compétiteurs, alors que les secondes peuvent se permettre d'arrêter d'investir momentanément, cet arrêt ne les mettant pas en péril. Les coûts de faillites sont donc plus importants, et l'impact sur la valeur plus grave pour les premières que pour les secondes<sup>21</sup>.

Enfin, il importe que les décisions financières soient alignées avec la situation concurrentielle et la stratégie de l'entreprise. Ainsi, pour une entreprise possédant un portefeuille significatif d'opportunités de croissance, le marché ne comprendrait pas que le Management augmente la distribution de dividendes. Sa réaction serait également négative dans l'hypothèse où l'entreprise trop endettée prendrait la même décision au détriment d'une restructuration financière.

Cette politique active et raisonnée de signalisation au marché s'inscrit dans une perspective que l'on pourrait qualifier de marketing. Elle repose sur l'idée que l'entreprise n'achète pas des ressources financières, mais vend des cash flows. Ce statut de vendeur la contraint à appréhender la communauté des investisseurs pour ce qu'elle est : un marché. Beaucoup de concepts marketing peuvent alors être utilisés : l'analyse des besoins des clients/actionnaires, la définition de l'offre et sa comparaison avec celle des concurrents, la délivrance de la promesse...

Faut-il aller encore plus loin et essayer de sélectionner la clientèle, c'est-à-dire façonner sa base actionnariale<sup>22</sup> ? L'idée consiste à cibler des actionnaires dont le profil d'investissement est adapté à la rentabilité et au risque de l'entreprise. Le concept est séduisant, mais il reste très théorique car sa mise en œuvre est quasiment impossible. On ne peut pas connaître en temps réel la composition précise de son actionnariat. De même, la loyauté de quelques actionnaires ne peut compenser l'infidélité croissante de la majorité d'entre eux. Enfin, on peut s'interroger sur l'opportunité d'avoir une base actionnariale homogène. En effet, on a pu observer que, plus les points de vue des acteurs du marché sur une entreprise sont similaires, plus la volatilité du cours est importante<sup>23</sup>. Les facteurs de mimétisme sont suffisamment fréquents pour ne pas les accentuer.

## *Conclusion*

---

<sup>21</sup> L'exemple récent de Vivendi Universal est une illustration des conséquences de la violation de ces principes élémentaires enseignés par la théorie financière.

<sup>22</sup> «Treating investors like customers», BCG, juin 2002

<sup>23</sup> « It's the ecology, stupid ; how breakdowns in market diversity can lead to volatility », M. Mauboussin, CSFB, September 11, 2000.

Les scandales à répétition qui ont conduit à la perte de confiance des marchés rendent plus que jamais nécessaire un changement profond dans les règles du Gouvernement d'Entreprise. Le transfert (ou le partage ?) de la responsabilité des choix stratégiques majeurs et de la gestion de la valeur est en train de s'opérer du Management vers les Conseils d'Administration. Ces derniers deviennent les acteurs essentiels du renouveau.

Les actionnaires y ont tout à gagner. Dans un sondage publié en juin 2002<sup>24</sup>, McKinsey conclut que, dans leurs décisions d'investissement, les actionnaires prennent autant en compte la dimension de la gouvernance que les paramètres financiers, particulièrement sur les marchés les moins développés. Les investisseurs seraient prêts à payer une prime pour les entreprises acceptant les meilleurs standards en la matière. La valeur de l'entreprise est donc fortement corrélée à l'efficacité du Gouvernement d'entreprise. Dans les années 1990, l'écart de performance qui a pu être mesuré sur un échantillon de 1500 entreprises entre les meilleures pratiques et les moins bonnes s'établit à 8,5% par an<sup>25</sup>.

Les Administrateurs devraient aussi profiter de cette tendance. Bien que dépositaires théoriques du pouvoir, ils ne l'ont jamais exercé pleinement. Il est vrai que la médiatisation croissante des dirigeants leur a permis d'éviter d'être blâmés en cas de catastrophe boursière. La prise de conscience de la nécessité de leur donner les moyens à la hauteur de leurs responsabilités est une opportunité exceptionnelle dont ils doivent se saisir. Cependant, ils devront très vite professionnaliser leur fonction de contrôle et se créer des moyens indépendants du Management pour ne pas tomber dans les travers ou insuffisances du passé.

Enfin les dirigeants d'entreprise peuvent eux aussi tirer parti de la situation. Les plus réalistes verront dans cette évolution une chance d'améliorer significativement la prise de décision. La création de valeur qui résulte d'un renforcement du système de Gouvernement d'entreprise ne vient pas simplement de la réduction des conflits d'agence entre managers et actionnaires. On peut penser qu'elle vient aussi de la rationalité qu'il rajoute dans les choix fondamentaux de l'entreprise. A défaut d'adhérer à cette philosophie, les plus sceptiques prendront ces transformations comme un moyen de partager le fardeau de la responsabilité et de mieux préserver leurs chances de conserver leur position en cas de débâcle financière...

Paris, le 7 octobre 2002

---

<sup>24</sup> « Global investor Opinion Survey », McKinsey & Cie, June 2002

<sup>25</sup> « Corporate Governance and Equity prices », P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, Wharton, July 2001