

Les administrateurs peuvent-ils (vraiment) créer de la valeur ?

POINT DE VUE

Comment redonner confiance aux actionnaires après la récente débâche boursière ? En surveillant mieux les entreprises, certes, mais qui doit les contrôler ? Les membres du conseil d'Administration, c'est leur rôle, mais aussi le marché financier lui-même dont le mécanisme rationnel est l'organe de contrôle le plus efficient.



La grave crise de confiance que traverse le système capitaliste a de multiples sources. Certes, l'indépendance et le professionnalisme des commissaires aux comptes, des analystes ou des agences de notation doivent être renforcés. Mais il ne faut pas se tromper de cible. Dans la plupart des cas, le Conseil d'Administration n'a pas su ou pas pu intervenir pour empêcher les désastres financiers ou simplement en limiter l'ampleur. Dans certaines circonstances, on peut même se demander si leur activisme de dernière minute n'a pas aggravé la situation. De fait, le Conseil d'Administration a un rôle fondamental d'intermédiaire entre le marché financier et l'entreprise. Il est le représentant des actionnaires et veille à la qualité des informations qui leur sont diffusées. Il définit la stratégie de l'entreprise, désigne ses mandataires sociaux et contrôle leur gestion.

L'efficacité de son travail a un impact direct sur le cours de bourse. Dans les années 1990, l'écart de performance qui a pu être mesuré sur un échantillon de 1500 entreprises

entre le décile des meilleures pratiques de Gouvernement d'entreprise et celui des moins bonnes s'établit à 8,5 % par an. Il n'est donc pas étonnant qu'à la suite des scandales récents, les initiatives législatives ou professionnelles se soient multipliées pour répondre aux inquiétudes des actionnaires en matière de Gouvernement d'entreprise. Mais, comme par le passé, il est à craindre que les solutions purement organisationnelles ou procédurales génèrent plus de frustrations que d'améliorations.

En effet, non seulement elles ne garantissent pas l'efficacité du contrôle interne dont le rouage essentiel est le Conseil, mais, en outre, elles permettent fort opportunément de passer sous silence la puissance potentielle du contrôle externe exercé par le Marché financier. C'est dommage, car le salut passe par un renforcement conjoint de ces deux contrôles. Bras armé des investisseurs, le Conseil sera d'autant plus fort qu'il s'appuiera sur ses mandants. Pour répondre au défi de la confiance, le Conseil doit réviser sa philosophie d'action, focaliser son attention sur la création de valeur et le risque et redonner une légitimité au contrôle des actionnaires.

L'auteur

Jean-Florent Rérolle, diplômé de l'IEP de Paris et titulaire du MBA d'HEC (ISA), est Associé de Ernst & Young Corporate Finance. Après 12 ans d'expérience en matière d'évaluation d'Entreprises tant en France qu'aux Etats-Unis, il exerce des responsabilités de management de Grands Comptes. Il enseigne à HEC et a publié de nombreux articles dans le domaine de la finance d'entreprise, de l'évaluation et du Gouvernement d'Entreprise.



DES PRINCIPES D'ACTION ET UNE MISSION CLAIRE

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 leurs actionnaires.

Dans ce cadre, le Conseil d'Administration est le mécanisme de contrôle interne le plus puissant... à condition qu'il

joue son rôle. Le débat sur le nombre d'administrateurs indépendants ou la création de comités d'audit est bien entendu important, mais il est affecté d'un strabisme juridique qui empêche de concentrer son attention sur les trois éléments clés du Gouvernement d'entreprise : des principes d'action clairs, une disposition de vigilance active et un angle de contrôle focalisé.

Si le Conseil d'Administration est aussi faible, c'est parce que l'on entretient une confusion sur son degré d'indépendance à l'égard du management et, plus grave encore, sur la finalité de sa mission.

Les rapports Viénot et Bouton ont défini plusieurs critères permettant de qualifier d'indépendant un administrateur. Bien sûr, il faut s'assurer qu'il « n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la Société, son groupe et sa direction qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». On propose qu'au moins 50% du Conseil ait cette qualité. Mais ce n'est pas suffisant. Il faut s'assurer que tous les administrateurs n'exerçant pas de fonction exécutive aient une indépendance d'esprit par rapport à la Direction en place.

Quelques mesures simples permettraient de changer les comportements : l'impossibilité d'effectuer des croisements d'Administrateurs entre les entreprises, une recherche systématique de profils atypiques afin de favoriser la diversité des points de vue, l'existence d'un budget à la discrétion du Conseil pour financer ses propres experts. Sur un plan plus général, il est souhaitable que les ratings de Corporate Governance se développent et que leurs résultats soient largement diffusés. La seconde confusion porte sur la finalité de la mission du Conseil. La conception française de l'intérêt social de l'entreprise, concept distinct de l'intérêt des actionnaires, offre un alibi formidable pour se soustraire au jugement du marché. Quoi de plus pratique que d'invoquer une responsabilité d'arbitre entre les « parties prenantes » dont les intérêts sont déclarés potentiellement divergents ? Qui peut remettre en question les choix douteux d'un Conseil ou d'un management lorsque le critère de décision est aussi flou ?

Il faut être clair : si le Conseil d'Administration représente collectivement les actionnaires, c'est à la lumière de leur intérêt, et de lui seul, qu'il doit analyser les choix stratégiques de l'entreprise. Cela ne veut pas dire que les intérêts des clients, des salariés, des partenaires ou même de la collectivité doivent être négligés. Au contraire, sans eux, la création de valeur pour l'actionnaire n'est pas possible. Mais dans le système capitaliste, l'entreprise appartient à l'actionnaire et il ne peut y avoir d'ambiguïté à cet égard.

UNE VIGILANCE FOCALISÉE SUR LA VALEUR ET LES RISQUES

Outre la clarification des principes d'action, il faut favoriser l'émergence d'un scepticisme permanent. Cessons de croire que les décisions stratégiques sont toujours rationnelles et reconnaissons que les managers sont de simples hommes avec leurs faiblesses psychologiques. De nombreuses recherches montrent les dérives comportementales

importantes subies par les individus dans leurs décisions : une assurance excessive dans leur capacité et leurs connaissances, une aversion pour les pertes, 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. Face à des managers qui ont tendance à avoir des comportements plutôt optimistes et irrationnels, les Administrateurs doivent adopter une vigilance critique de tous les instants. Pour être efficace et pertinent, le Conseil doit focaliser son contrôle sur la création de valeur et le risque. Sur le premier point, la marge de progression est énorme. Pour s'en rendre compte, il suffit de poser quatre questions simples, mais fondamentales :

- 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 ?
- Les administrateurs discutent-ils régulièrement de l'évolution du cours de l'entreprise avec le 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 ?

Il appartient à la direction de l'entreprise de présenter régulièrement des analyses chiffrées sur ces différents aspects, et aux Administrateurs de refuser les discours léni-fiants et épisodiques qu'on leur sert habituellement.

Le second angle de contrôle est le management des risques. Cette préoccupation n'a rien de nouveau dans l'entreprise, mais il apparaît de plus en plus évident que les Conseils doivent s'en saisir directement pour comprendre les décisions du Management dans ce domaine. Lorsqu'ils le font, que découvrent-ils ? Trop souvent, ils s'aperçoivent que les programmes de gestion ou de protection des risques sont trop étroits, de nature comptable, et que les efforts dispersés des juristes, des fiscalistes ou des auditeurs internes sont déconnectés de la stratégie de l'entreprise et de la recherche de la création de valeur.

Le risque n'est pas mauvais en soi. Créer de la valeur ne peut se faire sans une prise de risque minimale. Encore convient-il d'intégrer ce facteur de manière spécifique à la stratégie. Ainsi, beaucoup d'entreprises se tournent aujourd'hui vers des programmes d'ERM qui visent à identifier, ranger par ordre de priorité et gérer tous les risques acceptés ou subis par l'entreprise en fonction de leur impact sur la valeur actionnariale. Ces risques sont de nature financière, organisationnelle ou stratégique. Leur analyse permet aux opérationnels concernés d'enrichir leurs décisions stratégiques et aux dirigeants de mieux comprendre, voire anticiper les conséquences de leurs choix sur la création de valeur. A l'instar des groupes britanniques, nos entreprises devraient s'approprier cette démarche et les administrateurs revoir, critiquer puis approuver le plan du Management. Cette approche donnera plus de sens aux échanges réguliers entre le Conseil et les auditeurs internes ou externes.

SE SOUMETTRE AUX LOIS DU MARCHÉ

Mais la vraie Révolution consisterait pour le Conseil d'Administration à prendre conscience que son intérêt, comme celui des actionnaires, est de donner au marché financier ce rôle de contrôle externe qu'il n'a jamais vraiment eu en France. Certes, l'investisseur est souvent irrationnel. Mais cela ne veut pas dire que le marché financier le soit ! Même si, à court terme, il existe des anomalies, il reste efficient à long terme. Cette qualité d'efficience est l'hypothèse qui a été la plus fréquemment testée et démontrée en finance et, jusqu'à présent, rien n'est venu réellement la remettre en cause. Les sciences de la complexité permettent même de comprendre pourquoi le marché composé d'acteurs irrationnels peut se comporter rationnellement. Le marché peut être vu comme un organisme constitué par l'interaction d'une multitude d'agents dont la stratégie personnelle se modifie 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 trois caractéristiques clés de ces systèmes sont leur absence de linéarité (les effets ne sont pas proportionnels à la cause), l'existence de points critiques (un stimulus de petite intensité peut avoir de grandes conséquences : comme les euphories ou les krachs boursiers) et celle de boucles de rétroaction (les effets amplifient les causes).

Cette approche remet en cause la simplicité des modèles classiques : les analyses causales ou les liens entre risque et rentabilité sont clairement mis à mal. Mais le marché financier possède encore une qualité essentielle : celle d'évaluer les titres financiers à partir des anticipations de cash-flows futurs. Naturellement, cette évaluation dépend très largement de l'information financière et non financière, et des signaux qui sont adressés aux investisseurs (politique de dividendes, d'investissement, de financement ...).

Il est de l'intérêt du management que cette évaluation soit correcte. Trop valorisée l'entreprise tombe dans un engrenage qui doit la conduire à toujours dépasser les anticipations pour continuer à progresser jusqu'à ce que... il soit évident que la grenouille ne puisse pas être aussi grosse que le bœuf. Insuffisamment appréciée, elle est nécessairement limitée dans son développement par manque de ressources financières.

Le rôle du Conseil d'Administration est de s'assurer que l'information reflétant la réalité des performances actuelles et futures de l'entreprise est diffusée régulièrement au marché. Cette information doit couvrir non seulement les bonnes, mais aussi les mauvaises nouvelles. Elle doit être à la fois financière, mais également non financière car les décisions des investisseurs sont souvent prises sur la base des données qualitatives qui reflètent la capacité d'exécution stratégique, la durée et l'intensité des avantages concurrentiels, et le portefeuille d'options futures de l'entreprise.

Pour renforcer cette responsabilité des Administrateurs à l'égard des marchés, le responsable de la communication financière devrait avoir un double rattachement, à la

Direction Générale, et au Conseil d'Administration, et les décisions financières devraient faire l'objet d'un débat plus approfondi afin que l'impact des signaux adressés au marché soit mieux maîtrisé.

De manière symétrique, le Conseil doit s'assurer que les anticipations des investisseurs contenues dans le cours sont analysées et utilisées par le management. Le marché offre une mine d'informations pour qui veut bien l'exploiter.

Si le Conseil d'Administration est effectivement le représentant des actionnaires, alors il est de sa responsabilité de s'assurer que les messages adressés par le marché sont effectivement reçus et pris en compte par le Management, y compris lorsque les investisseurs retirent leur confiance à celui-ci... Cette logique s'imposera d'autant plus qu'une amélioration préalable de l'information diffusée au marché donnera encore plus de légitimité au cours de bourse.

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 renforcement du rôle du Conseil d'Administration est inéluctable, et son poids sera d'autant plus fort qu'il saura s'appuyer sur le marché financier.

Les actionnaires y ont tout à gagner. La valeur de l'entreprise est fortement corrélée à l'efficacité du Gouvernement d'entreprise. Dans un sondage publié en juin 2002, 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.

Les Administrateurs profiteront 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'entreprises 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 vigilance active, voire iconoclaste, d'un Conseil peut contribuer à plus de rationalité dans les choix fondamentaux de l'entreprise. A défaut d'adhérer à cette philosophie, les plus sceptiques prendront ces transformations comme un bon moyen de partager le fardeau de la responsabilité fiduciaire à l'égard de leurs actionnaires...

Jean-Florent Rérolle
Associé Ernst & Young