

## La valeur du Gouvernement d'Entreprise

Jean-Florent Rérolle<sup>1</sup>

***La faillite récente du groupe Parmalat montre toute l'importance d'un Gouvernement d'entreprise efficace pour créer et sauvegarder la valeur actionnariale.***

Bien qu'elle affecte une entreprise de taille beaucoup plus réduite<sup>2</sup>, la débâcle boursière de Parmalat et les répercussions qu'elle provoque n'a rien à envier à celle d'Enron et de Worldcom.

Cette faillite est naturellement un gâchis économique et humain. C'est aussi un très mauvais signe adressé à la communauté financière mondiale à l'aube de l'élargissement du marché européen. Elle met en lumière les déficiences du Gouvernement d'Entreprise en Europe.

Pendant longtemps, il a été soutenu que nos règles comptables étaient meilleures que celles pratiquées par les entreprises américaines. Ou encore, que la présence d'actionnaires majoritaires ou de banquiers puissants au sein des conseils rendait nos systèmes de gouvernance plus robustes. En fait, il faut se rendre à l'évidence : la comptabilité ne peut rien face à la fraude organisée.

En réalité, seule une mise en œuvre stricte du Gouvernement d'Entreprise peut réduire ce type de comportement (sans malheureusement l'éviter complètement).

Mais il ne faut pas se méprendre : il ne s'agit pas de se mettre en conformité avec des lois ou des recommandations de place souvent imprécises ou peu contraignantes. Trop d'entreprises considèrent qu'il suffit de créer un ou deux comités, de nommer quelques personnalités qualifiées d'indépendantes et de mieux communiquer sur la fréquence des réunions du Conseil d'Administration pour remplir leurs « obligations » en matière de Gouvernement d'Entreprise.

Cette attitude est futile mais surtout suicidaire à moyen terme car elle ne tient pas compte d'un fait avéré : la qualité du système de gouvernance est un contributeur fort à la valeur de l'entreprise, et les investisseurs seront de plus en plus capables de distinguer le bon grain de l'ivraie.

### *Gouvernance et Performance*

Il existe de nombreuses études qui indiquent une corrélation forte entre le Gouvernement d'entreprise et la performance financière et boursière des entreprises.

---

<sup>1</sup> Membre fondateur et Président de la SFEV, Société Française des Evaluateurs ([www.sfev.net](http://www.sfev.net)), et Associé Ernst & Young.

<sup>2</sup> Premier groupe agro-alimentaire italien, avec un chiffre d'affaires de 7,5 milliards €, la capitalisation boursière de Parmalat s'élevait à 1,8 milliards € à la fin de Novembre 2003. A la suite des révélations du mois de décembre sur sa situation financière, sa valeur a chuté de plus de 95% pour s'établir à 90 millions €.

Sur la base d'un indice de Gouvernement d'entreprise comprenant plus d'une vingtaine de dispositions dont beaucoup sont liées à la protection des actionnaires, des chercheurs américains ont montré que les performances boursières des entreprises bien gouvernées sont supérieures (+ 8,5% sur la décennie 1990) à celles qui ne le sont pas<sup>3</sup>. De nombreuses études confirment que l'indépendance, la compétence, l'organisation et la motivation des administrateurs sont en général des facteurs clés de création de valeur. Par ailleurs, l'alignement de l'intérêt des managers sur celui des actionnaires par le biais d'une rémunération liée à la performance de l'entreprise peut être un facteur positif pour la valeur actionnariale (même les dérives auxquelles on a pu assister récemment ont suscité une réflexion sur les conditions dans lesquelles cette rémunération doit être réalisée).

Ces analyses de l'impact de certaines composantes du Gouvernement d'entreprise sont complétées par de plus rares études globales. Ainsi, en 2002, Une enquête réalisée par le cabinet McKinsey auprès d'investisseurs institutionnels a confirmé que le sujet est au cœur des décisions d'investissement. Une majorité de ces investisseurs est prête à payer une prime très significative pour les entreprises qui ont adopté des standards stricts en matière de gouvernance : 12 à 14 % en Europe occidentale et aux Etats-Unis, 20 à 25% en Asie et en Amérique Latine et 30% en Europe de l'Est et en Afrique.

La plupart des études qui ont été faites sur le sujet corrobore donc ce que la théorie financière a décrit depuis plusieurs décennies<sup>4</sup>. L'entreprise est le lieu de multiples conflits d'intérêts : d'abord entre managers professionnels et actionnaires, mais aussi actionnaires et banquiers et même entre les actionnaires eux-mêmes (majoritaires-minoritaires). Ces conflits sont à l'origine de dysfonctionnements graves : des politiques d'investissement ou de financement non-optimales, des bénéfices privés exorbitants. Ils engendrent des coûts d'information (politique de communication), de contrôle (audit), et de transaction qui sont supportés, in fine, par les actionnaires.

Les systèmes de gouvernement d'entreprise sont une des réponses possibles à ces conflits. Ils visent à protéger les intérêts des actionnaires en instaurant un contrôle plus étroit de l'action des dirigeants, soit direct, en réservant à l'Assemblée Générale un certain nombre de pouvoirs, soit indirect, par le biais d'un Conseil d'Administration censé représenter les actionnaires. Le coût d'un bon système doit être largement compensé par les coûts résultants d'un mauvais système.

### *Avantage compétitif et valeur*

Interfaces entre le marché financier et l'entreprise, la qualité de ces systèmes devient essentielle pour créer et maintenir la confiance des actionnaires.

Pendant très longtemps, cette confiance était largement fondée sur un concept essentiel dans l'évaluation d'une entreprise : l'avantage compétitif. En justifiant stratégiquement l'existence d'un différentiel positif entre rentabilité économique et coût du capital, ce concept est synonyme de création de valeur. En présence d'un avantage compétitif généralement stable dans le temps, les investisseurs développaient leurs anticipations de rentabilité et de risque à partir des résultats historiques ou actuels, révélateurs de cet avantage compétitif.

---

<sup>3</sup> Corporate Governance and Equity Prices, Gompers, Paul A. - Ishii, Joy L. - Metrick, Andrew , 2001.

<sup>4</sup> La théorie de l'agence : Beale et Means (1932) ; Coase (1937) ; Jensen et Meckling (1976)

Cette relation simple est devenue beaucoup complexe dans la nouvelle économie<sup>5</sup> caractérisée par des ruptures permanentes. Avec l'apparition des nouvelles technologies et de modèles de développement fondés sur la création d'options futures, l'émergence de réseaux d'entreprises où la valeur créée est plus collective qu'individuelle, la réduction de la durée du cycle de vie des produits et des processus de production, l'avantage compétitif devient tout à la fois plus facile à créer et plus difficile à maintenir.

Dès lors, l'investisseur fait porter son analyse sur des éléments différents. L'enjeu n'est plus de se rassurer sur le maintien de l'avantage compétitif. Il est de mesurer la capacité de l'entreprise à le renouveler de manière continue. Il est plus important d'être capable d'exécuter convenablement une stratégie modeste et en tout état de cause opportuniste, que de définir une stratégie grandiose et impeccable, mais que l'on sera incapable de mettre en oeuvre.

Cette observation évidente a été amplement vérifiée au cours des années passées et elle trouve un écho dans les multiples appels en faveur d'une rénovation de l'information financière qui serait complétée par des données plus qualitatives reflétant les capacités managériales de l'entreprise.

Au-delà de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur à long terme, l'investisseur doit s'intéresser aux dérivés possibles qui peuvent intervenir dans la répartition de la valeur créée entre les parties prenantes (les actionnaires majoritaires, les minoritaires, les dirigeants, et les créanciers). En effet, on peut observer l'existence de transferts de valeur au profit de telle ou telle catégorie. Ces « bénéfices privés » sont des bénéfices, soit pécuniaires (comme les prix de transfert, des contrats privilégiés, ou des rémunérations déconnectées du marché), soit non-pécuniaires (accès à une information privilégiée, capacité d'influence politique, sociale ou autre).

Si ces transferts de valeur sont souvent organisés en toute légalité (à défaut de l'être en toute légitimité ou équité), il en va autrement des détournements de fonds qui ont été observés dans plusieurs débâcles boursières comme, semble-t-il, celle de Parmalat. Ces malversations sont rendues possibles par l'inexistence ou l'inefficacité des contrôles internes généralement placés sous la responsabilité ultime du Conseil d'administration. Elles sont aussi facilitées par la complexité juridique et fiscale des entreprises multinationales.

#### *Le gouvernement d'entreprise, clé de voûte de la valeur*

Face aux incertitudes qui affectent les déterminants de la création de valeur, et aux risques engendrés par la complexité des organisations, il n'est pas étonnant que les investisseurs tiennent de plus en plus compte du système de gouvernement d'entreprise dans leur analyse.

Les investisseurs institutionnels se sont résolument engagés dans cette voie. Aux Etats-Unis, ils ont à présent l'obligation de porter à la connaissance du marché les principes de Gouvernement d'entreprise qui inspirent leurs votes en assemblée. Cette pratique qui va s'étendre progressivement en Europe va contraindre les entreprises à prendre clairement position sur l'organisation de leur gouvernance.

---

<sup>5</sup> « La création de valeur dans une économie connectée », J.-F. Rérolle, *Analyse Financière*, septembre 1998

Les bonnes pratiques sont toutes connues. Mais ce qui est important c'est leur adaptation à la situation de l'entreprise, et en particulier à sa taille, sa maturité, son secteur, sa place de cotation, sa structure juridique, la géographie de son capital, l'importance de son flottant... Il est bien évident qu'un groupe coté à New York et à Paris dont l'actionariat est très dispersé et international ne doit pas avoir le même système qu'une entreprise familiale cotée sur le Second Marché.

Placé au centre du pouvoir de décision et de contrôle, le Conseil d'administration est une pièce clé dans le dispositif de création et d'allocation de la valeur. Il est censé approuver les grandes orientations de l'entreprise, identifier les risques encourus et s'assurer qu'ils font l'objet d'un traitement approprié. Il doit aussi choisir, évaluer et contrôler les dirigeants. Il est enfin le garant de la qualité de l'information remise aux actionnaires. L'entreprise a la charge de la preuve en matière de compétence, d'indépendance et d'engagement de ses administrateurs.

Un système de protection des actionnaires doit aussi être mis en place et, de ce point de vue, les actes parlent souvent mieux que les textes : par exemple avoir recours à la banque conseil d'une opération pour attester de l'équité de cette même opération alors même que la rémunération de la dite banque est liée au succès de la dite opération est une pratique à exclure.

Au-delà des mécanismes qui sont retenus, les entreprises doivent se rappeler que l'objectif est de retrouver la confiance des marchés. Cette confiance dépend de la capacité du système en place à respecter quelques principes simples qui sont les fondements des politiques suivies par les investisseurs institutionnels : l'équité, l'efficacité, la responsabilité et la transparence.

La façon d'y parvenir importe moins que le résultat. Il est vital que les dirigeants adoptent un comportement exemplaire et soient transparents sur leurs modes de décisions et de contrôle. A cet égard, en prévoyant un rapport du Président sur la préparation et l'organisation du Conseil d'administration et les procédures de contrôle interne mises en place par la société, la Loi de Sécurité Financière a pris une position qui ne peut que renforcer le Gouvernement d'entreprise en France. Mais là encore, le dire ne sera pas suffisant : il faudra le vivre et le prouver pour convaincre.