

Transparence, gouvernance et valeur

Introduction

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux et honoré d'être devant vous ce soir pour vous parler d'un sujet qui me tient particulièrement à cœur : la transparence dans la gouvernance d'entreprise.

Il me tient à cœur pour deux raisons :

- L'une personnelle qui est ma conviction profonde que l'efficacité et l'éthique constituent une combinaison puissante pour le développement d'un pays et sa prospérité durable. Cette conviction m'a conduit à m'engager depuis plusieurs années en faveur de la transparence et la gouvernance : je suis notamment l'un des membres fondateurs de l'Institut Français des Administrateurs, acteur de référence dans ce domaine en France.
- L'autre professionnelle : Houlihan Lokey est une banque d'affaires leader dans les attestations d'équité. Chaque fois que nous rendons une opinion indépendante à un conseil d'administration dont l'objectivité est menacée par l'existence de conflits d'intérêt, nous contribuons à la transparence des marchés.

Le sujet de la transparence est vaste. Vous me permettrez de le traiter avec un biais : celui du banquier d'affaires spécialisé en évaluation d'entreprise.

Si mon propos va surtout concerner les entreprises cotées ou celles qui aspirent à le devenir, les entreprises privées familiales sont aussi intéressées par cette problématique car il existe toujours des actionnaires familiaux moins impliqués que d'autres qui ont le droit d'avoir des informations sur la société dont ils détiennent des parts (fussent-elles peu nombreuses). Par ailleurs, l'entreprise familiale dont la culture est opaque aura du mal à attirer des partenaires extérieurs lorsqu'elle aura besoin de ressources pour se développer. Donc la transparence concerne toutes les entreprises.

1. La transparence est nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers
2. Elle ne doit pas être réduite à l'information financière dont les limites sont manifestes
3. La transparence doit surtout s'exercer sur le système de gouvernance

1. la transparence est nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers
 - a. Parce qu'elle bénéficie autant aux actionnaires

L'information est la matière première qui permet aux actionnaires de prendre des décisions d'investissement et de désinvestissement et de contrôler l'efficacité avec laquelle les dirigeants gèrent leur patrimoine.

Pour prendre la décision d'investir ou non dans une entreprise, l'investisseur doit *spéculer* (au 18^{ème} siècle, un spéculateur, c'est une « sentinelle », un « observateur ») sur quelques éléments

fondamentaux qui lui permettent d'avoir une opinion sur le ou les avantages compétitifs que l'entreprise sera capable de construire et de défendre *dans le futur* :

- la capacité des dirigeants à créer et à défendre des avantages compétitifs durables (impact direct sur la rentabilité des capitaux investis)
- le niveau de flux de liquidités futurs disponibles
- la volatilité de ces flux
- la répartition de ces flux entre les différentes parties prenantes (notamment entre les actionnaires et les créanciers)
- et les anticipations des autres investisseurs sur les mêmes éléments et les bruits contradictoires du marché !

L'investisseur doit donc décoder l'avenir. Il ne doit pas attendre d'engagements fermes de la part des dirigeants sur cet avenir. Il doit simplement leur faire confiance sur trois décisions critiques : la création de valeur, la maîtrise du risque et la répartition de la valeur entre tous ceux qui y ont contribué. Et cette confiance va reposer sur la façon dont l'actionnaire va anticiper l'application de quelques principes simples par l'équipe dirigeante : la responsabilité, l'efficacité, l'équité, l'éthique.

La transparence se présente comme la clé de voûte de cet édifice qui va permettre à l'investisseur d'être rassuré sur les intentions des dirigeants. La transparence est un des éléments constitutifs de la gouvernance car elle permet aux actionnaires de vérifier si le contrat tacite est respecté, comment les principes que l'on vient d'évoquer sont respectés et de prendre leurs décisions en conséquence (acheter ou vendre).

Dans ce contexte incertain, la transparence agit comme un réducteur d'incertitude. Les actionnaires ne peuvent pas faire autrement que de se fonder sur les déclarations (ou les promesses) et les actions du management. A l'inverse de l'obligataire ou du banquier, il n'y a pas de contrat écrit : le contrat est verbal, et il repose avant tout sur la confiance (la confiance, c'est pouvoir se fier à quelqu'un sans garantie). La transparence est donc l'une des clés dans la construction de cette confiance.

Il est d'autant plus nécessaire d'être transparent que la confiance à l'égard de l'entreprise ne va pas de soi :

- il existe une asymétrie d'information forte entre les managers et les actionnaires d'une part, et entre les actionnaires contrôlant ou impliqués dans la gestion et les autres actionnaires minoritaires. La transparence a pour but de la réduire.
- Les conflits d'intérêt sont nombreux entre les managers et les actionnaires, les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires et les actionnaires et les créanciers. La transparence a pour but de les identifier et d'expliquer comment ils sont gérés.
- Il existe un lourd passif de confiance entre les actionnaires et les entreprises. Les scandales à répétition ont maintenu un faible taux de confiance à l'égard des chefs d'entreprise (qui, dans les sondages, font partie des professions avec les hommes politiques, auxquelles le public accorde le moins de crédit).

b. ...qu'aux entreprises

Les entreprises ont également intérêt à favoriser la transparence, pour trois raisons :

- Eviter une décote d'opacité : de nombreuses études empiriques ont montré que la valeur des entreprises opaques subit une décote. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'exigence de rentabilité des actionnaires est plus importante pour les firmes complexes ou qui communiquent imparfaitement au marché financier.
- Enclencher une boucle vertueuse de création de valeur : Il existe une boucle vertueuse entre les marchés et l'entreprise : les marchés anticipent la rentabilité future en faisant confiance aux dirigeants ; la valeur de l'entreprise s'élève en fonction des espoirs des investisseurs ; l'entreprise gagne alors en flexibilité et en puissance financière et peut effectivement mettre en œuvre la stratégie promise ; un bilan flatteur va lui permettre de soutenir des anticipations toujours plus ambitieuses de la part de ses investisseurs.

Mais la boucle vertueuse peut se transformer en boucle vicieuse : si l'entreprise n'a pas su adapter ses objectifs et ses promesses à sa capacité à les atteindre, les investisseurs n'hésiteront pas à se retourner contre elle. La baisse du cours de l'action empêchera l'entreprise d'exercer les options de croissance qu'elle avait créé, réduisant encore davantage la valeur de l'entreprise.

La perte de confiance a généralement des conséquences douloureuse : une étude conduite par Ernst & Young et Oxford Metrica en 2002 a montré que 40 % des Global 1000 avaient connu sur la période 1996-2001 au moins une chute brutale de leur cours de plus de 30% en 20 jours par rapport au marché. Et la perte de confiance est durable puisque la décote par rapport au marché persiste au bout de 12 mois.

- Se différencier sur les marchés financiers. Le marché financier est un marché comme un autre. Les investisseurs sont des clients. Le directeur financier est autant un acheteur de ressource qu'un vendeur de titres. Il existe une compétition dans l'accès aux ressources financières et l'entreprise qui souhaite attirer des capitaux doit avoir une démarche marketing à l'égard des pourvoyeurs de fonds : elle doit écouter les actionnaires pour comprendre leurs attentes, concevoir un projet qui puisse les satisfaire et qui soit différent de celui proposé par les concurrents, délivrer la valeur anticipée (au minimum).

c. La transparence est un des principes de bonne gouvernance

Dans ses Principes de Gouvernement d'Entreprise (publiés en 2004), l'OCDE consacre la transparence comme l'un des principes de bonne gouvernance et identifie 8 domaines sur lesquels cette transparence doit s'exercer :

- les états financiers
- les objectifs et la stratégie
- la structure de l'actionnariat
- la rémunération
- les conflits d'intérêts
- les facteurs de risque
- les questions concernant les parties prenantes (y compris les salariés)

- La gouvernance d'entreprise

Le premier domaine est généralement celui sur lequel toute l'attention des entreprises se porte. Mais les autres sont aussi, voire même plus importants dans la création d'une relation de confiance entre les dirigeants et les marchés.

2. La transparence financière imposée est d'une utilité limitée pour les actionnaires

a. L'information financière a bien des avantages

L'information financière est naturellement est naturellement vitale pour juger de l'efficacité de l'action d'un management. Elle a plusieurs avantages :

- Elle a accompagné l'activité économique depuis les temps les plus anciens. Les premiers textes écrits de l'histoire de l'humanité sont des documents comptables sumériens.
- Elle fait l'objet d'une normalisation poussée (IFRS, US Gaap, réglementation boursière) et convergente internationalement (il existe un projet de rapprochement entre les deux grandes normes comptables, projet qui a fait des progrès remarquables au cours des dernières années)
- Elle constitue aujourd'hui une grammaire comprise par l'ensemble des acteurs : entreprises, banquiers, analystes financiers.
- Elle est vérifiée par des spécialistes indépendants qui s'engagent sur la fiabilité et la sincérité des comptes : les commissaires aux comptes.

b. Mais ses insuffisances sont criantes ...

Du point de vue de l'évaluateur, les insuffisances de l'information financière sont importantes :

- C'est une information qui est avant tout historique et comptable alors que l'investisseur s'intéresse au futur et à l'économique
- Les informations comptables qui s'appuient sur des données futures (et, avec l'introduction de la juste valeur dans les comptes, il y en a de plus en plus) reposent sur des hypothèses invérifiables
- Elle n'a pas permis d'éviter les scandales financiers récents. A titre d'exemple, Worldcom avait surestimé son chiffre d'affaires de 11 mds \$ (sur 30 mds\$!)
- Surtout, la majeure partie des actifs à l'origine de la création de valeur n'est pas comptabilisée : en 2006 la valeur comptable des entreprises du CAC 40 s'élevait à 600 milliards € dont 430 d'actifs incorporels. Leur capitalisation boursière s'élevait à la même époque à 1300 mds €. 700 mds n'étaient donc pas « comptabilisés ».

Cette déconnection est normale : elle traduit le fait que les échanges ainsi que les processus de productions sont de plus en plus immatériels. Les entreprises privilégient les stratégies relationnelles. La valeur est créée autant à l'intérieur de l'entreprise qu'à l'extérieur avec les partenaires qui peuvent être purement temporaire. Il en résulte des avantages compétitifs plus fragiles obligeant les entreprises à se repositionner sans cesse. Difficile dans ces conditions d'avoir une comptabilité qui soit pertinente pour des actionnaires avant tout

intéressés comme on l'a dit par la capacité de l'entreprise à maintenir son avantage compétitif.

c. ... et elle est largement inadaptée aux spécificités de ses émetteurs et des ses publics

Au-delà des insuffisances techniques de l'information financière, il faut s'interroger sur la façon dont l'information financière est imposée à l'ensemble des entreprises et des actionnaires sans considération des spécificités des uns et des autres.

Par définition, les techniques comptables et les formats de présentation requis sont valables pour toutes les entreprises, les grandes comme les petites, les diversifiées comme celles qui n'ont qu'une seule activité, les entreprises industrielles comme les sociétés de services. C'est l'avantage de la comptabilité, mais c'est aussi son défaut. Chaque entreprise a ses activités et ses modes de gestion propres qui ne peuvent se réduire à une présentation normalisée. C'est d'ailleurs pour cela que l'analyste financier doit retraiter les comptes et les présenter sous forme dite fonctionnelle. Certes les annexes sont utilisées pour donner une information plus pertinente sur l'activité de l'entreprise, mais le volume de la documentation devient alors tel que les actionnaires sont totalement dépassés par la masse d'informations mises à leur disposition.

Du côté des investisseurs, on retrouve le même mythe égalitaire. Il est bien évident qu'un actionnaire important a besoin de plus d'informations qu'un actionnaire minoritaire. De même, la capacité à comprendre l'information n'est pas la même entre l'investisseur sophistiqué et l'investisseur individuel. Si ce mythe égalitaire doit être dénoncé, cela ne veut pas pour autant dire qu'il faille adopter une approche inégalitaire dans la diffusion de l'information. On veut seulement soutenir que l'entreprise doit faire des efforts pour être compréhensible par tous ses publics.

La transparence financière est donc trop monolithique et générique pour être un indicateur essentiel à l'actionnaire. D'ailleurs, dans les sources d'information des actionnaires actifs en Bourse, le rapport annuel ne vient qu'en 4^{ème} position après la presse économique, la lettre aux actionnaires, la presse épargne et placement et les sites internet.

3. La transparence doit être avant tout non financière et spécifique à chaque entreprise

a. Les besoins de l'actionnaire portent sur la façon dont l'entreprise va créer un avantage compétitif

On l'a dit : l'actionnaire a besoin de comprendre quel est la nature de l'avantage compétitif de l'entreprise. Or, un avantage compétitif est forcément unique, sinon ce n'en est pas un. La transparence non financière a pour objectif d'expliquer aux actionnaires quels sont les projets stratégiques de l'entreprise et comment celle-ci va exécuter cette stratégie.

Alfred Brittain disait « vous pouvez avoir la meilleure stratégie du monde, l'exécution fait 90 % du succès ». De fait, il vaut mieux avoir une stratégie modeste et une exécution hors pair plutôt qu'une grande stratégie que l'on sera incapable de délivrer à ses actionnaires.

La transparence non financière a donc pour but d'expliquer comment l'entreprise s'est organisée pour prendre les bonnes décisions d'investissement et de financement, maîtriser

les risques opérationnels et financiers, assurer le contrôle des performances des dirigeants, garantir que les actionnaires seront traités équitablement ...

b. La transparence sur la gouvernance permet aux actionnaires d'être rassurés sur l'efficacité et l'équité des décisions des dirigeants

Il a 7 thèmes de transparence non financière évoqués par l'OCDE. Chacun a un rôle dans l'édification progressive de la confiance des marchés financiers. Le premier porte sur la stratégie et les six autres sur des problématiques de gouvernance :

- *les objectifs et la stratégie* : il s'agit de montrer aux actionnaires quelle est la direction retenue. Mais cela ne peut pas être un plan de marche intangible : la flexibilité stratégique est naturellement une vertu pour autant qu'elle n'aboutisse pas à des modifications inattendues affectant profondément le business model de l'entreprise.
- *la structure de l'actionariat* : l'identité des principaux actionnaires de l'entreprise doit être dévoilée au marché. Cette information liée à la suivante, celle la gestion des conflits d'intérêt
- *les conflits d'intérêts* : il s'agit là du domaine le plus sensible de la gouvernance. L'égalité de traitement des actionnaires suppose qu'aucun ne puisse tirer avantage de sa position d'actionnaire dominant ou de dirigeant de l'entreprise. L'entreprise doit expliquer comment elle gère ces conflits afin que ces décisions apparaissent irréprochables. Une remarque incidente du point de vue de l'évaluateur: lorsque l'on parle de décote de minorité applicable à la valeur d'une entreprise, on reconnaît implicitement l'existence d'une déficience de gouvernement d'entreprise permettant au majoritaire d'extraire plus de valeur que ce que à quoi sa position lui donne droit.
- *la rémunération de dirigeants* : il s'agit de montrer comment le conseil d'administration s'est assuré que l'intérêt des dirigeants est lié à celui des actionnaires. Information complémentaire : comment les performances des dirigeants sont-elles définies et jugées.
- *les facteurs de risque* : avec la fameuse loi Sarbanes-Oxley et en France la Loi de Sécurité Financière, ce domaine de transparence a pris récemment beaucoup d'importance. Une étude récente a montré que l'impact du contrôle interne sur le coût du capital peut s'élever de 50 à 150 points de base. Un bon contrôle interne réduit la volatilité des cash flows et permet au management de prendre des décisions de meilleure qualité. La réputation des auditeurs est aussi un aspect important de ce thème.
- *les questions concernant les parties prenantes* (y compris les salariés). Si l'objectif de l'entreprise est de maximiser la valeur actionnariale, elle ne peut pas y parvenir sans que ses partenaires n'y trouvent leur compte. Cet élément de transparence non financière est essentiel dans les entreprises de service.
- *La gouvernance d'entreprise* : Enfin une description du modèle de gouvernance est indispensable pour établir la confiance des marchés. Il s'agit de démontrer que l'on a mis en place un conseil d'administration digne de ce nom, composé d'administrateurs compétents, courageux et indépendants d'esprit.

c. Mais la mise en place d'une transparence sur la gouvernance n'est pas chose facile

On le voit, la transparence non financière ne se prête pas à la standardisation. C'est en fonction de son histoire, de l'historique de ses relations avec les marchés, de la nature de ses actionnaires, de la personnalité de ses dirigeants, de son business model, que chaque entreprise doit trouver la formule unique qui établira un lien de confiance avec ses actionnaires actuels et futurs.

Mais quelques considérations importantes doivent être soulignées pour que cette recherche de l'argumentation juste soit couronnée de succès :

- le management doit prouver sa bonne foi. C'est au dirigeant d'entreprise de se mettre en position de vulnérabilité médiatique et professionnelle pour prouver sa bonne foi et sa volonté authentique de servir ses actionnaires. De ce point de vue, la mise en place d'un véritable conseil d'administration capable de le critiquer, voire de le démettre, est un signe fort. C'est la transparence sur la gouvernance qui donne le plus d'indications aux actionnaires sur la façon dont les décisions seront prises et contrôlées.
- La communication est importante, mais l'action est essentielle : la crédibilité du message sera d'autant plus forte que l'entreprise fera ce qu'elle a dit qu'elle ferait. Cette remarque vaut pour les performances économiques, mais aussi pour les comportements de gouvernance des dirigeants et des administrateurs. En cas de conflits d'intérêt important, leur attitude doit être exemplaire. Toute contradiction serait vue de manière très négative par le marché. Elle vaut aussi pour la politique financière : les décisions des dirigeants en matière d'endettement ou de distribution de dividendes doivent être cohérentes avec la stratégie opérationnelle.
- Enfin, comme le dit Marivaux, « Bien écouter, c'est presque répondre ». La transparence consiste aussi à organiser un processus d'écoute des marchés afin de mieux comprendre attentes et frustrations des investisseurs. L'entreprise sera d'autant plus percutante dans sa politique de communication et dans ses décisions qu'elle aura organisé un échange avec ses investisseurs.

Conclusion

La transparence est donc autant une clarification sur le système de gouvernance qu'un des éléments nécessaires à la bonne gouvernance.

A coté de cette **transparence voulue**, il existe nécessairement une **transparence subie** qui est celle qui n'est pas maîtrisée par l'entreprise et qui a pour origine les journalistes, les concurrents, les salariés actuels ou passés, leurs familles, les partenaires de l'entreprise.

La transparence, c'est l'affaire des entreprises et du marché, mais c'est aussi celle de l'ensemble des observateurs qui gravitent autour de l'entreprise. De ce point de vue la presse, les analystes financiers, les agences de notation, les régulateurs sont autant de forces qui doivent glorifier l'entreprise mais aussi sanctionner ses comportements les plus choquants.

Grâce ou à cause des moyens modernes de communication et de diffusion de l'information, l'entreprise est à présent nue (le phénomène est bien décrit dans le livre de Tapscott et Ticoll « The naked corporation »). C'est agaçant, mais inéluctable. C'est une raison supplémentaire pour être transparent et faire connaître SA vérité.

Pour autant, il ne faut pas tomber dans la propagande. Dans un monde qui ne manque ni de capacité d'indignation ni de caisses de résonance, la transparence non éthique ou la langue de bois peuvent se retourner facilement contre leur auteur.

jrerolle@hlhz.com