

La politique financière

Enjeux

Si l'arrêté des comptes est un domaine dans lequel les conseils ont renforcé leur implication depuis plusieurs années, notamment par la création de comités spécialisés, le travail accompli à cette occasion est plus souvent un contrôle de régularité ou de fiabilité des comptes qu'une analyse de la performance financière de la société. Sa réalisation est une condition nécessaire, mais loin d'être suffisante pour que le conseil puisse jouer pleinement son rôle dans l'appréciation de la politique financière de la société.

En effet, les comptes constituent un moyen privilégié pour analyser les performances de l'entreprise, comprendre sa dynamique financière, anticiper d'éventuelles dérives, identifier les principaux risques qui pèsent sur sa valeur, et porter un jugement global sur sa solidité et sa pérennité. En menant un véritable travail d'analyse financière, le conseil peut enrichir considérablement la teneur de ses échanges avec la direction générale et la pertinence de ses délibérations.

Cette analyse doit être complétée par une réflexion sur les impacts de la stratégie de l'entreprise sur sa dynamique financière à moyen et long terme, et réciproquement sur les atouts financiers dont elle dispose pour mener à bien ses objectifs stratégiques. La mise en évidence explicite des liens entre stratégie et finance est nécessaire pour fixer les principes de la politique financière dans les trois domaines suivants :

- Les objectifs de rentabilité des investissements
- Les principaux aspects de la gestion ayant un impact financier, dont les frais généraux
- La structure financière (levier financier)
- La politique de distribution (dividendes ou rachat d'actions)

Que l'entreprise soit cotée ou non, la richesse des actionnaires dépend des choix effectués dans ces trois domaines. En sa qualité de représentant des actionnaires, le conseil doit nécessairement s'impliquer dans cette réflexion.

Les bonnes pratiques du conseil

Traiter l'essentiel

La perspective financière est sensiblement différente de celle comptable. Elle s'intéresse à la création de valeur et à la répartition du risque entre les actionnaires et les différents prêteurs. La création de valeur est appréhendée à travers les choix d'investissements qui consistent à sélectionner les projets dont la rentabilité est supérieure au coût des fonds engagés. La répartition du risque est effectuée par le biais des choix de financement qui attribuent une part plus ou moins certaine de cette rentabilité aux bailleurs de fonds, en fonction des conditions contractuelles qui les lient à l'entreprise.

Dans cette perspective, l'administrateur doit s'intéresser à quelques éléments essentiels :

- La **rentabilité des capitaux engagés** : cet indicateur est capital pour mesurer la rentabilité économique de l'entreprise. Il rapporte le résultat d'exploitation après impôts aux actifs qui ont permis de le générer (actifs immobilisés et besoin en fonds de roulement). Il doit être calculé pour chaque activité significative de l'entreprise, et être analysé tant sur le plan historique que prospectif. Il est parfois appelé ROCE (rentabilité opérationnelle des capitaux engagés, ou, en anglais, return on capital employed).
- Le **flux de liquidités** : mesuré pour chaque activité de l'entreprise, il résulte de la soustraction de la variation du besoin en fonds de roulement et de celle des actifs immobilisés (tangibles et intangibles) au résultat d'exploitation après impôts. C'est un agrégat essentiel pour prendre une décision d'investissement et évaluer les besoins de financement de l'entreprise. Il doit être rapproché des engagements financiers contractés par l'entreprise afin de déterminer la flexibilité financière de celle-ci et identifier les risques de dérapage.
- Le **risque** qui pèse sur le montant, le calendrier et la probabilité d'occurrence des flux de liquidité : dans les prévisions qui sont données au conseil, la direction générale doit donner des éléments sur cette incertitude qui affecte chaque activité de manière différente. Ce risque prend généralement deux formes : un risque spécifique à l'entité qui est appréhendé par la construction de quelques scénarios alternatifs, et un risque systématique qui est pris en compte par ce que l'on appelle le coût du capital.
- Le **coût du capital** de chaque activité est une information qu'il appartient à la direction de communiquer au conseil. Il représente son estimation de la moyenne pondérée des exigences de rentabilité des bailleurs de fonds et, par voie de conséquence, le taux de rentabilité minimal que l'entreprise s'assigne dans ses projets d'investissement.
- La **valeur estimée** de chaque activité de l'entreprise est une information fondamentale que le conseil, garant du patrimoine des actionnaires, est aussi en droit de demander à la direction générale. Certes, la valorisation d'une entreprise est plus un art qu'une science, mais une direction générale doit avoir une conviction sur ce point. Des discussions régulières doivent être organisées sur ce sujet qui, par définition, intègre l'ensemble des problématiques stratégiques de l'entreprise. Ces échanges sont encore plus nécessaires lorsque l'entreprise est cotée : la direction générale doit être en mesure de justifier les éventuels décalages qui existent entre la perception des investisseurs telle qu'elle s'exprime à travers le cours de bourse, et les estimations internes de la valeur intrinsèque.
- Les **éléments clés de la valeur** de l'entreprise (ce que les anglo-saxons appellent les « key value drivers ») : Ils doivent être mis en évidence pour chaque activité et faire l'objet d'un suivi régulier. Leur identification permet à l'administrateur de se concentrer sur l'essentiel dans son effort d'information permanent ou lorsque la stratégie de l'activité est traitée lors d'une séance du conseil.

Les administrateurs des entreprises cotées doivent en outre s'interroger sur les attentes de leurs actionnaires afin de s'assurer que l'entreprise a bien les moyens de les satisfaire (voir « l'administrateur et l'investisseur »). Cette analyse qui porte sur la rentabilité espérée des capitaux engagés (généralement supérieure au coût du capital) et sur la croissance permet

d'ajuster la stratégie de l'entreprise en conséquence ou bien de changer la politique de communication pour que les attentes du marché soit davantage en ligne avec ce que l'entreprise est en mesure de délivrer.

Organiser le travail d'analyse

Pour aborder efficacement ces questions financières, les conseils doivent surmonter deux obstacles : l'accès à une l'information pertinente et la technicité de la matière.

L'information financière légale constitue naturellement le point de départ de l'analyse. Mais sa nature comptable et historique exige des retraitements et des compléments pour une analyse financière efficace.

Comme pour toutes les informations dont ils ont besoin, les administrateurs doivent d'abord se tourner vers la direction générale qui doit leur fournir :

- Un bilan mettant clairement en évidence d'une part l'actif économique de chaque activité de l'entreprise (besoins en fonds de roulement, actifs tangibles et intangibles dont les libellés sont éloquents) et, d'autre part, la nature des fonds engagés (fonds propres et dettes).
- Un compte de résultat suffisamment détaillé pour comprendre la formation des différents résultats, et dont la structure permet de calculer aisément les rentabilités économiques et les éléments critiques de revenus et de coûts propres à chaque activité significative.
- Un tableau de flux construit en distinguant les flux d'exploitation, d'investissement et de financement pour identifier facilement la génération des flux économiques avant financement de chaque entité significative.
- Des projections (budget ou plan stratégique) présentées sous le même format afin que l'administrateur puisse facilement mettre en perspective les estimations de la direction générale par rapport aux performances passées. Les hypothèses fortes tant externes qu'internes sont mises en évidence et le résultat économique et les flux de liquidités font l'objet d'une analyse de sensibilité à ces hypothèses. Il importe que le conseil puisse comprendre quelles sont les conséquences financières d'un scénario catastrophe, et si possible qu'il puisse déterminer sa probabilité d'occurrence.

L'essentiel de ces informations ne peut être mis en forme que par la direction générale, en particulier lorsqu'elles sont de nature prévisionnelle. Cependant, pour un certain nombre d'entre elles, les administrateurs peuvent aussi se tourner vers les commissaires aux comptes. Dans le cadre de leurs missions d'audit légal, les commissaires aux comptes réalisent des revues analytiques qui mettent en évidence les différents paramètres de la rentabilité des entreprises. Par ailleurs, la revue des hypothèses utilisées par la direction générale dans le calcul de la valeur recouvrable des actifs (application de la norme IAS 36) vont obliger les commissaires aux comptes à s'intéresser davantage à la technique de construction des plans d'affaires de l'entreprise et à leur valorisation.

Il appartient au conseil ou au comité des comptes de demander explicitement aux commissaires aux comptes de donner leur point de vue sur la dynamique financière de l'entreprise, les éléments à surveiller plus particulièrement et la façon dont la direction générale élabore ses projections.

Les opérations d'acquisition ou les opérations de restructuration juridique ou fiscale interne donnent généralement lieu à des travaux d'évaluation parfois confiés à des experts indépendants. Lorsqu'ils sont exécutés professionnellement, ces travaux constituent une mine d'information à la fois historique et prospective sur la dynamique financière de l'entité concernée. Pour parfaire sa compréhension financière, le conseil peut être amené à se faire communiquer les plus significatifs de ces rapports, voire à interroger l'expert qui a effectué le travail.

Enfin, si l'entreprise est cotée, la vision financière de l'administrateur pourra s'enrichir de la lecture de rapports élaborés par des tiers comme ceux réalisés par les analystes financiers ou les agences de notation. Sur ce plan, il est de bonne pratique que les dirigeants remettent aux administrateurs les principales études d'analystes réalisées sur la société ainsi que les présentations qui sont faites à la communauté financière (à l'occasion de « road shows ») et qu'une restitution des questions les plus fréquemment posées soit faite au conseil.

Pour surmonter la technicité de cette matière, les conseils peuvent confier à un comité technique la responsabilité de préparer sa décision, c'est-à-dire de s'assurer que l'information remise aux administrateurs est complète et claire. Bien souvent, cette tâche est assurée par le comité des comptes. Mais compte tenu de ses responsabilités comptables croissantes, certains conseils ont préféré confier ce domaine à un autre comité (un comité financier). On peut aussi penser que le comité stratégique, s'il existe, doit s'intéresser de manière permanente aux implications financières des stratégies opérationnelles. Enfin, pour les décisions les plus complexes ou celles qui peuvent conduire à une perception de conflit d'intérêt, le conseil pourra juger plus prudent de s'adjoindre l'assistance d'un conseil extérieur ou d'un expert indépendant.

Intégrer la dimension financière dans les décisions du conseil

Comme pour l'ensemble de ses responsabilités, il appartient au conseil de fixer le niveau d'implication qu'il souhaite adopter dans les décisions financières de l'entreprise. Il est utile de prévoir dans le règlement du conseil les décisions qui devront faire l'objet d'une délibération. Il s'agit souvent d'investissements majeurs identifiés par des critères de montants, de rentabilité ou de risque. Mais le règlement ne peut pas tout prévoir. Si un dérapage significatif survenait, le conseil devrait nécessairement s'impliquer davantage.

Il est courant que les **opérations de croissance externe** soient examinées par le conseil. En effet, ce sont des décisions qui emportent des conséquences très importantes pour l'avenir de l'entreprise. Les experts s'accordent sur le fait que, dans une majorité de cas, l'acheteur a tendance à surpayer son acquisition, ce qui aboutit à une réduction de la valeur du patrimoine de ses actionnaires. Chargé de la défense de l'intérêt de la société et de ses actionnaires, le conseil a une responsabilité particulière à cet égard. Compte tenu de son importance, ce thème fait l'objet d'un complément thématique spécifique.

Si l'implication du conseil est assez courante dans les décisions d'investissement, elle l'est plus rarement dans les **décisions de financement**. La **structure financière**, c'est-à-dire la répartition entre les fonds propres et les fonds empruntés, est souvent la conséquence de multiples décisions opérationnelles ou opportunistes dont la logique globale n'est pas claire. Pour éviter des dérives qui s'expliquent davantage par des effets de mode ou la volonté de tirer parti de conditions de marché soi-disant favorables, les conseils doivent s'efforcer de prendre position sur les principes de politique financière et veiller à ce que les décisions soient, avant tout, révélatrices des choix opérationnels.

Cette démarche est particulièrement nécessaire lorsque l'entreprise est cotée car les investisseurs sont à l'affût de tout signal que l'entreprise leur adresse. Il importe donc de peser soigneusement l'impact potentiel des choix effectués sur le cours de l'action, d'autant plus que les investisseurs réclament que la politique d'endettement et de distribution à moyen terme soient des thèmes couverts dans le rapport du conseil aux actionnaires.

Enfin, il importe de se rappeler que toutes les décisions opérationnelles finissent toujours par avoir des conséquences financières. Un conseil soucieux de mieux maîtriser la politique financière doit systématiquement s'interroger sur les conséquences des décisions qui sont prises, quel que soit l'organe responsable.

Un plan stratégique ne comprenant pas un chapitre sur la dimension financière des choix proposés ne répond pas aux besoins du conseil. De même, un dossier d'acquisition sans une évaluation précise de la valeur intrinsèque de la cible, de celle des synergies anticipées, de l'impact du paiement sur la structure financière et des réactions potentielles du marché devrait être considéré comme incomplet pour une prise de décision informée par le conseil.

Enfin, compte tenu de la responsabilité du conseil à l'égard des actionnaires, et que l'entreprise soit cotée ou non, il semblerait naturel que des objectifs explicites de valorisation soient donnés à la direction. Ces objectifs feraient partie des critères de son évaluation (voir « l'évaluation de la performance des dirigeants »).