

# L'administrateur et l'investisseur

## Enjeux

Désigné par l'assemblée générale, le conseil doit agir dans l'intérêt et pour le compte de tous les actionnaires. A long terme, l'intérêt social doit nécessairement se confondre avec celui de ces derniers.

L'administrateur doit être conscient de son rôle à l'égard des investisseurs :

- Il doit exercer pleinement ses responsabilités (contrôle et, éventuellement, participation aux décisions) et en rendre compte collectivement à ses mandants.
- Il doit s'assurer que l'information qui leur est transmise est de nature à leur permettre de prendre des décisions informées (vote dans les assemblées, acquisition ou cession de leurs actions...)

Le premier rôle renvoie aux objectifs de l'entreprise. Mandataire des actionnaires, l'administrateur doit veiller à ce que leurs intérêts à long terme soient protégés. Dans la plupart des cas, il s'agira de faire prospérer leur patrimoine, ce qui se traduit par la croissance de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Dans la fixation des objectifs du management, le conseil doit être clair sur ce point.

Le second rôle comporte deux aspects :

- (a) La loi fait obligation aux sociétés de communiquer à ses actionnaires différents documents sur la gestion sociale. Ces obligations sont renforcées lorsque la société fait appel public à l'épargne. Le conseil doit s'assurer que ces obligations légales sont effectivement remplies.
- (b) Pour leur permettre de mettre en perspective les résultats publiés par l'entreprise, les actionnaires ont également besoin d'informations complémentaires de nature financière et non financière. Les administrateurs doivent être à l'écoute de leurs mandants pour comprendre leurs attentes tant en terme de résultats que d'information, et veiller à ce que ces attentes soient satisfaites.

La compréhension des attentes des actionnaires est relativement aisée dans la plupart des entreprises non cotées où il est possible d'organiser, souvent de manière très informelle, un dialogue régulier entre la direction, le conseil et les principaux actionnaires qui sont souvent des partenaires à très long terme de l'entreprise. L'enjeu majeur est de préserver l'égalité d'information entre les actionnaires et veiller au respect de l'équité entre ceux-ci lorsqu'une opération majeure est réalisée.

La situation est différente dans le cas d'une société cotée. L'actionnariat est plus volatile et surtout plus diversifié. Le conseil se trouve souvent face à des actionnaires de contrôle d'une part et, d'autre part, au marché, ce dernier étant composé d'actionnaires minoritaires non identifiés pour la plupart. Cette difficulté ne doit pas conduire le conseil à la solution de facilité consistant à entretenir un dialogue privilégié avec les premiers et à négliger les seconds. Ce serait totalement contraire au rôle qui doit être le sien, d'autant qu'il existe des moyens pour mieux connaître et respecter les attentes de tous les actionnaires.

Le conseil peut d'autant moins négliger le marché que celui-ci peut se révéler soit une opportunité exceptionnelle, soit un risque majeur. L'opportunité réside dans les ressources

qu'une entreprise cotée peut mobiliser très rapidement pour financer son développement. Le risque provient de la nature volatile des marchés. Une étude<sup>13</sup> a montré qu'il existe une probabilité de 30% pour qu'une entreprise connaisse dans une période de 5 ans un décrochage significatif (-40%) et durable (-20% au bout d'un an) de son cours par rapport au reste du marché. Lorsqu'un désastre de cette nature se produit (quelle que soit la gravité des éléments qui l'ont provoqué), l'entreprise se trouve dans une situation de vulnérabilité dramatique. Le conseil est en mesure de limiter ce risque s'il s'investit correctement dans sa prévention.

## Les bonnes pratiques du conseil

### Evaluer la capacité de l'entreprise à satisfaire les attentes des investisseurs

Malgré la diversité des situations des actionnaires des entreprises non cotées (actionnaires familiaux, investisseurs financiers, relations professionnelles ou amicales ...), une direction et un conseil peuvent facilement connaître cerner leurs différents besoins (rentabilité minimale des investissements, type de croissance, distribution de dividendes, croissance de la valeur, etc...) et, en fonction des situations et de leur urgence, définir une politique en conséquence. Il restera aux administrateurs à s'assurer que cette politique pourra effectivement être entreprise, et quelle ne portera pas préjudice à certains actionnaires. Sur ce dernier point, la création d'un « comité des conventions », chargé de vérifier que les accords passés entre l'entreprise et son actionnaire majoritaire ne méconnaissent pas les intérêts des autres actionnaires, peut présenter un intérêt réel. Cette recommandation pour la préservation des intérêts des minoritaires s'applique encore plus fortement aux sociétés cotées contrôlées par un actionnaire majoritaire.

Pour une entreprise cotée, le problème se pose différemment. Evaluer la capacité de l'entreprise à satisfaire les attentes de ses investisseurs est une question essentielle qui vise à éviter **deux situations fâcheuses** :

- Surévaluation : le marché développe de fortes anticipations que l'entreprise est aujourd'hui incapable de satisfaire : il s'agit alors de porter ces anticipations à un niveau raisonnable ou bien de changer la stratégie pour s'efforcer de les atteindre, afin d'éviter un réajustement du cours aussi inévitable que brutal.
- Sous-valorisation : une politique de communication plus efficace doit être menée afin de corriger le pessimisme des actionnaires qui pèse sur les capacités financières et la réputation de l'entreprise.

Le conseil d'une entreprise cotée doit donc se poser régulièrement la question de la valorisation de l'entreprise, en ayant conscience que, par définition, cette valorisation reflète la moyenne des anticipations d'une masse hétérogène d'investisseurs. A défaut de pouvoir interroger chacun d'entre eux, on essaye de cerner l'opinion de l'actionnaire médian.

Il s'agit tout d'abord de porter un **jugement sur le comportement de l'action et le niveau de cours actuel** tant de manière absolue que relative (comparaison avec les principaux concurrents). Il existe de nombreuses techniques permettant de se forger une opinion qualitative et quantitative sur ces éléments :

- analyses évènementielles pour expliquer les variations de cours par rapport au marché

---

<sup>13</sup> « Risk that matter », Oxford Metrica, 2002

- analyse du consensus de marché tel qu'il est exprimé dans les notes d'analystes financiers
- étude des hypothèses implicites contenues dans les niveaux de valorisation (en terme de croissance, de rentabilité économique, de risque ...)
- enquêtes auprès des investisseurs ou des analystes.

Il appartient à la direction d'utiliser tout ou partie de ces techniques pour mettre à la disposition du conseil suffisamment d'informations pour lui permettre d'avoir un point de vue quant au positionnement de l'entreprise sur le marché financier.

D'autres canaux permettent d'engager un dialogue avec les actionnaires et les analystes : les assemblées générales, les réunions d'information, les « road shows », des rencontres régulières avec les investisseurs institutionnels, la création de clubs d'actionnaires, etc... Les administrateurs doivent systématiquement participer aux assemblées, et s'efforcer d'assister aux autres manifestations pour comprendre les préoccupations de leurs mandants sans passer systématiquement par l'intermédiaire de la direction générale.

Parallèlement à cet effort d'empathie à l'égard des investisseurs, il faut évaluer **le profil de risque et de rentabilité qu'offre l'entreprise aux investisseurs sur le long terme**. L'exercice est simple : sur la base des plans d'affaires, il s'agit de valoriser toutes les activités de l'entreprise pour obtenir sa valeur intrinsèque *du point de vue du management*. Cette information critique ainsi que les hypothèses fortes qui ont permis sa production doivent être données au conseil (et révisées régulièrement).

Il faut souligner que cet exercice va être facilité par l'application des nouvelles normes comptables internationales, et notamment les IAS 36 qui obligent les entreprises à s'interroger chaque année sur la valeur recouvrable de leurs actifs, et qui, pour se faire, privilégient les techniques d'évaluation par les flux de liquidités futurs disponibles. Ce travail constituera un excellent point de départ pour les conseils dans leur compréhension de la capacité de l'entreprise à satisfaire ses actionnaires.

Dès lors qu'un écart trop important se forme entre la valeur de marché et la valeur intrinsèque, le conseil doit se saisir de cette question. Cette situation ne doit pas perdurer, en particulier lorsque l'on est en présence d'une surestimation de la valeur intrinsèque par le marché. Tôt ou tard, l'engouement des investisseurs disparaîtra, et plus la perte sera importante, plus la réputation financière de l'entreprise sera affectée durablement.

On est là en présence d'une des responsabilités essentielles du conseil : celui-ci doit se prononcer sur les mesures à prendre et s'assurer qu'elles sont correctement mises en application. Généralement, ces mesures touchent à la politique de communication, la stratégie de l'entreprise, son mode de financement, voire au choix des dirigeants.

#### S'assurer de l'efficacité de la politique d'information

La politique de communication d'une entreprise à l'égard du marché ne doit pas avoir pour objet de « vendre l'action », mais de donner aux investisseurs une information qui leur permette de prendre des décisions. L'information est un des moyens dont dispose l'entreprise pour façonner les anticipations de rentabilité économique et de risque des investisseurs avec comme objectif d'atteindre un niveau de valorisation qui corresponde à ce que l'entreprise est effectivement en mesure de réaliser.

C'est dans cette perspective de transparence et d'intégrité que le conseil d'administration veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés. Rappelons qu'il arrête les comptes et qu'il doit veiller à ce que l'information financière communiquée aux actionnaires soit fiable, comparable, intelligible et pertinente (voir le complément thématique sur l'administrateur et les comptes).

Donner aux investisseurs les informations qu'il est légalement en droit de recevoir n'est pas suffisant. Le conseil doit en outre s'assurer que :

- Les commentaires du rapport de gestion et les notes sur les principes comptables sont suffisamment clairs et complets pour que les comptes puissent être interprétés aisément. Le test est simple : tout administrateur doit pouvoir comprendre l'ensemble des documents remis aux actionnaires ! Il ne faut pas hésiter à être pédagogue à leur égard. Certes, la matière financière ou comptable est quelque fois complexe, mais la transparence exige que l'entreprise fasse un effort dans ce domaine. On peut le cas échéant, comme le suggère l'AFG faire deux rapports l'un simplifié, et l'autre complet.
- Les informations sont transmises au public et aux analystes sont les mêmes que celles qui ont été présentées au conseil. Trop souvent, l'entreprise présente des agrégats différents selon le public visé. Certes, le conseil est généralement appelé à se prononcer sur le communiqué, et le comité d'audit a la possibilité de revoir le document de référence ou le rapport annuel. Mais il doit également être en mesure de faire valoir son point de vue sur le type de communication utilisé à l'égard des analystes ou des investisseurs dans le cadre des road shows.
- L'entreprise a sélectionné des informations non-financières utiles aux investisseurs, et que les méthodes utilisées pour les collecter sont fiables, honnêtes et permanentes dans le temps. L'importance de ces informations dans la construction des anticipations des investisseurs est grandissante, et le conseil doit s'interroger sur cet aspect de la communication qui vient compléter l'information financière.
- Des informations sont données sur la politique à moyen terme d'endettement de la société, y compris les engagements hors bilan, la politique à moyen terme de distribution de la société, la politique de rémunération des dirigeants et critères d'évolution, l'existence de mesures prises par le comité de sélection pour assurer la continuité de la direction générale et de la présidence du conseil<sup>14</sup>.
- Les annonces de l'entreprise sont cohérentes avec la stratégie de valorisation déterminée par la direction générale. L'information, financière ou non, n'est qu'un des moyens dont l'investisseur dispose pour former ses anticipations. Chaque fois que l'entreprise prend une décision importante en matière d'investissement ou de financement, elle émet un signal à l'intention de la communauté financière. Encore faut-il que ce signal soit cohérent avec ce qui a été annoncé. Le conseil doit être attentif à ces signaux et s'interroger collectivement sur l'impact que ses décisions pourront avoir sur la valeur de l'entreprise.

Enfin, pour l'actionnaire qui l'a élu, le conseil est le garant de l'application des principes de bon gouvernement d'entreprise. Lors de l'élection, il serait naturel qu'une information complète soit donnée à l'assemblée sur le curriculum du candidat administrateur et les raisons pour lesquelles le conseil estime nécessaire qu'il le rejoigne.

---

<sup>14</sup> Voir les recommandations de l'AFG dans le domaine du gouvernement d'entreprise

Le conseil doit aussi rassurer ses mandants sur la façon dont les décisions sont prises par le conseil et les dirigeants. Les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration ou du conseil de surveillance font l'objet d'un rapport du président joint au rapport du Conseil. C'est l'occasion pour ce dernier de présenter à ses actionnaires le système de décision mis en place au sommet de l'entreprise pour qu'ils puissent juger de son efficacité dans les décisions prises tant pour créer de la valeur que pour la répartir entre les actionnaires et les autres parties prenantes.

#### **Exemples d'éléments réclamés par les actionnaires**

- Des informations plus claires sur les flux financiers
- Des explications sur l'évolution de la notation de la dette à long terme
- Des indicateurs de performances standardisés et comparables
- Des tableaux de ratios pluriannuels illustrant l'évolution de la société
- Une bonne information sur les conséquences des normes IFRS
- Une imagination comptable au service de l'actionnaire
- Pas de long discours sur des généralités en matière de gouvernement d'entreprise
- Des comités d'audit ou de rémunération qui s'expriment
- Des rapports sur le contrôle interne engageant les présidents
- Des administrateurs détenant davantage d'actions de l'entreprise

Source : « Assemblées générales 2004 - les efforts commencent à payer », [Investir Hebdo](#), 3 juillet 2004