

# LE ONZIEME COMMANDEMENT

Félix BOGLIOLO \*

La Bible nous a transmis les Dix Commandements écrits par Dieu. Mais Moïse, trouvant le veau d'or au bas du Sinaï, brisa les tables et seule une reproduction, écrite peu après, fut conservée. En raison des traditionnelles pertes d'information en ligne, un mécréant peut plaisanter sur l'existence, à l'origine, d'un Onzième Commandement : "tu ne feras pas la charité avec l'argent des autres".

Une entreprise est bien formée avec "l'argent des autres". Un groupe de personnes, les investisseurs, dispose d'une épargne. Ils appellent un autre groupe de personnes, les dirigeants, et leur disent : "prenez notre épargne et faites la fructifier en ... (*suit le métier de l'entreprise*)".

Pour qui ne connaît pas la mentalité particulière des investisseurs, qu'ils soient individuels ou institutionnels, il convient de rappeler que les termes importants de ce mandat de gestion sont contenus dans : "Faites fructifier notre épargne".

En effet, dans leur immense majorité, ils ne connaissent rien aux métiers dans lesquels ils sont néanmoins investis. C'est d'ailleurs bien pour cette raison qu'ils ont appelé des dirigeants tiers afin d'utiliser leur épargne.

De plus, comme ils diversifient leur portefeuille, ils sont investis dans quantité de métiers différents à la fois ; tant et si bien que tel ou tel métier les indiffère.

Enfin, le seul critère sur lequel la pluralité des investisseurs-mandants pourra atteindre un consensus sans interférer avec l'indispensable autonomie des dirigeants-mandataires est nécessairement l'atteinte d'un objectif rationnel. Celui-ci ne peut être dans ce contexte que l'enrichissement des investisseurs et non la manière dont cet enrichissement est recherché par les dirigeants.

Or, contrairement à ce que pensent de nombreux dirigeants, les investisseurs savent que leur intérêt bien compris requière de leurs dirigeants une vision à long terme et non des résultats à court terme, des entreprises dont la fibre citoyenne est plus que médiatique, où il fait bon travailler pour les employés, qui ont des relations de partenariat avec leurs fournisseurs, qui sont à l'écoute de leurs clients pour produire des biens et services de qualité au juste prix, etc..

Bref, les investisseurs favorisent les entreprises économiquement performantes et ceci englobe aussi toute cette grande variété de domaines non monétaires. En effet, aucune performance économique ne peut être viable à long terme si elle ne s'accompagne pas de succès réels et durables dans ces autres domaines. Réciproquement, le succès dans ces autres domaines est acquis à crédit seulement s'il n'est pas assis sur une véritable performance économique.

Les dirigeants-mandataires doivent donc rendre compte aux investisseurs-mandants de l'exécution de leur mandat de gestion afin que ces derniers puissent vérifier à tout instant la valorisation de leur patrimoine. Pour cela, ils disposent d'une méthode simple et avérée.

Cette méthode a été conceptuellement mise au point depuis de nombreux lustres dans les milieux académiques : plusieurs célébrités lui doivent leur Prix Nobel. Elle constitue une des propositions économiques les plus testées empiriquement. Elle est de plus en plus utilisée dans leur pratique des affaires tant par des dirigeants pour guider leur propre gestion que par des investisseurs pour juger de la gestion de leurs dirigeants.

Pour obtenir la valeur d'une entreprise, il faut mener la démarche suivante :

- rapporter ses flux monétaires d'exploitation aux capitaux engagés dans son exploitation,
- comparer le rendement ainsi obtenu au "coût du capital" (la Faculté nomme "coût du capital" la rémunération minimum exigée *ex ante* pour investir compte tenu du risque assumé),
- appliquer la différence entre ces deux taux aux capitaux engagés.

On obtient ainsi le résultat économique d'une entreprise. Le cabinet américain Stern Stewart appelle ce résultat économique EVA®. Les résultats économiques futurs anticipés par le marché et ramenés en valeur actuelle à ce même coût du capital indiquent la valeur de l'entreprise.

Cette méthode introduit une notion fondamentale pour tout investisseur : son droit à un "salaire". Pour le facteur de production "Travail", il existe une rémunération minimum contractuellement garantie. Pour le facteur de production "Capital", une telle rémunération minimum existe aussi. Pour n'être pas explicite, ce salaire du Capital n'en existe pas moins. Les marchés financiers le rappellent. Les investisseurs le connaissent.

Ce "coût du capital" dépend du niveau général des taux d'intérêt (rémunération du temps) auquel s'ajoute une prime (rémunération du risque de l'investissement considéré : secteur et entreprise). Quelles que soient les discussions byzantines qui divisent la Faculté sur son évaluation précise, il est clair qu'une estimation raisonnable peut être déterminée de façon relativement aisée.

En résumé, les dirigeants d'entreprise sont les mandataires de leurs investisseurs : ils ont un mandat de gestion sur l'épargne de leurs mandants. Ce mandat comporte un objectif de performance économique : le "salaire" du Capital. Ce concept permet de juger l'exécution du mandat.

L'Expansion publie notre classement des deux cents premières capitalisations boursières industrielles et commerciales françaises selon ce concept de création de richesse et montre que cet échantillon a été globalement destructeur de richesse jusqu'au 31 décembre 1995. Depuis la situation s'est légèrement améliorée mais reste bien en deçà des performances d'outre-Manche ou Atlantique.

Une entreprise détruit de la richesse parce que ses dirigeants n'atteignent pas de façon habituelle leur objectif de performance : les dirigeants gèrent mal l'argent de leurs investisseurs. Il est donc primordial que les dirigeants obéissent au Onzième Commandement afin d'accomplir le mandat de performance économique qui leur a été confié !

Alors l'excédent de performance économique peut/doit être distribué aux différents tenants de l'entreprise. La Société profite du développement que lui procurent ses entreprises citoyennes. Les clients bénéficient d'une baisse des prix et d'une amélioration de qualité. Les fournisseurs subissent moins de pression. Les employés participent aux fruits de l'expansion de leur entreprise par des rémunérations en hausse (Cf. notre chronique du 18-02). Enfin, les investisseurs continuent à investir leurs économies dans des entreprises offrant des perspectives intéressantes : celles où ils avaient initialement investi ou d'autres. L'investissement productif augmente.

En outre et grâce à leur richesse accrue, les investisseurs ont alors tout loisir de faire, réellement et non plus au sens figuré, la charité à qui bon leur semblera et dans les montants qu'ils estimeront adéquats. Avec leur propre argent, cette fois-ci !