

# LE PDG EST AUSSI DIRCOM !

## Félix BOGLIOLO \*

La Finance moderne enseigne depuis de nombreux lustres déjà qu'à tout instant le cours de l'action d'une entreprise résulte de l'actualisation au coût du capital de la chronique de ses profits économiques (*residual income* ou EVA®) futurs tels qu'ils sont estimés par les investisseurs. Ceci est en tout point équivalent à l'actualisation des *free cash flows* (deux arrangements distincts des termes d'une même équation). Le corollaire suivant en découle simplement.

**A information constante**, le prix d'une action est fixé à un niveau tel que la rentabilité de ce placement est égale au coût du capital. C'est à dire qu'il offre une juste rémunération pour le temps passé et pour le risque assumé. Une action est donc toujours cotée à son juste prix.

*A contrario*, une action n'offrira un rendement supérieur (resp. inférieur) à son coût du capital (elle sur-performera / resp. sous-performera) que si les informations nouvelles la concernant amènent les investisseurs à réviser à la hausse (resp. à la baisse) la chronique de ses profits économiques futurs.

Donc, suggérer qu'un cours est sous-évalué (resp. surévalué) revient pour le dirigeant de l'entreprise concernée à dire qu'il pense que la chronique de ses profits économique futurs sera **en réalité** supérieure (resp. inférieure) à la chronique 'consensuelle' des investisseurs, aujourd'hui imputée dans son cours. Un dirigeant ne peut suggérer qu'une action est 'à son juste prix' que s'il n'a pas de vue divergente par rapport au consensus des investisseurs construit dans le cours constaté.

Or, d'un côté, les autorités de marché font obligation aux entreprises cotées de communiquer toute information susceptible de contribuer à la formation des cours. D'un autre côté, le cours constitue la base même d'un mandat de gestion sur l'épargne des investisseurs afin qu'ils obtiennent la rentabilité au coût du capital qu'ils sont en droit d'attendre. Il découle de ces deux réalités conjuguées quatre conséquences immédiates pour un dirigeant.

1. Un dirigeant doit 'lire' le cours actuel pour en extraire la chronique 'consensuelle' qui y est imputée. Le dirigeant doit construire une chronique de profits économiques futurs 'plausible' dont la valeur présente actualisée au coût du capital de l'entreprise donne le cours constaté.

2. Il doit prendre position par rapport à cette chronique 'consensuelle'. Le dirigeant doit traduire sa stratégie en termes d'une chronique de profits économique futurs, ce qui est assez proche de la planification traditionnelle.

Autant ces première et deuxième tâches relèvent bien du management traditionnel, autant la troisième et la quatrième ressortissent exclusivement à la communication externe ou interne.

3. Un dirigeant doit dialoguer-négocier avec les investisseurs pour les aider à établir une nouvelle chronique plus proche du potentiel réel de l'entreprise et ainsi déterminer un cours plus pertinent. La communication financière a ce rôle essentiel à jouer.

Le dirigeant doit donc expliquer aux investisseurs en quoi la chronique de profits économiques futurs 'consensuelle' qu'il a lue dans le cours est en deçà de sa propre vision de la performance de l'entreprise telle qu'il la projette. Ainsi il remédiera à une sous-évaluation du cours.

Les perspectives du dirigeant ne doivent pas être déjà anticipées d'une manière ou d'une autre par les investisseurs. Sinon elles ne seront en fait que des non-événements sans répercussion sur le cours. Or, bien qu'extérieurs à l'entreprise, ces derniers disposent de moyens d'information très puissants : concurrents, clients, fournisseurs ou employés sont autant de sources qu'ils n'hésitent pas à exploiter. De plus, leur simple nombre contribue à la qualité de leurs prévisions collectives : la somme de leurs erreurs individuelles atteint une sorte de rationalité.

Mais il doit aussi expliquer en quoi l'objectif de performance que lui fixent les investisseurs à travers le cours ne peut pas être atteint, s'il pense que le cours est surévalué. Il évitera ainsi des emballements indus qui seront inmanquablement suivis de corrections sévères. Ces situations sont aussi dommageables que des sous-évaluations chroniques, à la fois pour les investisseurs et pour les dirigeants. La crédibilité des uns et l'épargne des autres sont en jeu.

4. Un dirigeant doit considérer le niveau de la chronique 'consue' à laquelle les investisseurs seront finalement arrivés comme l'objectif de performance à battre et donc décliner cet objectif à travers toute la hiérarchie de l'entreprise.

Entre le niveau présent de performance de l'entreprise et le niveau futur justifiant le cours actuel, une amélioration anticipée de performance peut être projetée sur le long terme. C'est elle et non pas la négociation budgétaire qui doit servir de système de fixation d'objectifs à l'intérieur de l'entreprise. A un processus vicié par les inévitables conflits internes, on substitue ainsi une référence impartiale car extérieure. De plus, cette référence est la seule valable puisque c'est elle qui constitue le fondement même du contrat de société : le mandat de gestion entre les investisseurs en tant que mandants et les dirigeants ou le personnel en tant que mandataires.

Tenir compte des messages envoyés par les investisseurs par le truchement des cours, est donc un signe de saine gestion de la part des dirigeants. Le dirigeant doit intégrer l'opinion des investisseurs-mandants dans ses perspectives. Il communiquera sur cette base, en interne cette fois-ci, vis-à-vis du personnel. La chronique consensuelle sera transmise comme une donnée exogène qui détermine si le mandat accepté est bien accompli.

Pour servir d'incitation et comme mesure de justice sociale, le dirigeant se servira de cette amélioration anticipée comme base d'un système de rémunération variable pour le personnel de quelque niveau que ce soit. Ainsi le succès des uns sera aussi le succès des autres. En effet, réaliser l'amélioration anticipée assurera aux uns et aux autres une juste rémunération : le coût du capital pour les uns et le niveau requis par le marché du travail pour les autres. Ne pas atteindre cette amélioration anticipée pénalisera dans leurs rémunérations respectives tant le facteur de production Capital que le facteur de production Travail. Dépasser cette amélioration anticipée débouchera sur des rémunérations 'supra-ordinaires' tant pour les investisseurs que pour les dirigeants et le personnel.

La communication entre l'entreprise et ses investisseurs est donc à double sens : transmission des vues de l'entreprise pour informer les investisseurs afin de déterminer économiquement les cours, transmission de l'opinion des investisseurs pour orienter la gestion de l'entreprise et fixer les rémunérations des dirigeants et du personnel.