

Il faut clarifier la notion de création de valeur

La Cob a publié une recommandation relative à la communication sur la création de valeur actionnariale, une information qui se développe. Les méthodes utilisées, différentes d'un émetteur à l'autre, doivent cependant être explicitées.



FRANÇOIS CHAMPARNAUD
Chef du service des études

COB

LA COMMISSION DES OPÉRATIONS de bourse a constaté que les émetteurs étaient de plus en plus fréquemment amenés à communiquer des données financières, à caractère non strictement comptable, sur leur capacité passée ou future à générer de la valeur pour les actionnaires.

La publication de ces informations constitue un progrès. Cependant, la relative nouveauté des méthodes comme la diversité des approches utilisées et de la terminologie employée, peuvent constituer des obstacles à leur bonne compréhension par l'actionnaire.

La Commission des opérations de bourse n'entend pas normaliser des présentations qui s'appuient sur des techniques évolutives et dont l'utilisation relève du seul jugement des professionnels de la finance ou de la gestion des entreprises. Elle souhaite, cependant, que l'information des épargnants ayant investi, ou susceptibles d'investir dans les instruments financiers émis par les entreprises, s'appuie sur de bonnes pratiques.

I Distinguer création de valeur boursière et indicateur de performance

Il est important que les émetteurs,

lorsqu'ils communiquent sur la valeur actionnariale, attirent l'attention des investisseurs sur la différence entre la mesure de la valeur boursière créée et le ou les indicateurs de performance économique retenus comme critère de gestion afin d'y contribuer. Quelle que soit la pertinence des analyses qui soulignent le lien entre les deux approches, cette liaison n'est pas automatique et n'apparaît pas systématiquement sur un horizon de court terme.

- Parmi les mesures de la valeur boursière créée : la rentabilité totale pour l'actionnaire ou *Total shareholder return* (TSR), la *Market value added* (MVA) mesurée de façon directe comme la différence entre la capitalisation boursière et les capitaux employés, *Market-to-book ratio*, etc.

- Parmi les indicateurs de gestion, toujours de façon non limitative : l'*Economic value added* (EVA[®], marque déposée par Stern Stewart), la *Cash flow return on investment* (CFROI[®], marque déposée par Holt value associates), les ratios *Return on equity* (ROE), *Return on investment* (ROI), *Return on assets* (ROA), *Return on capital employed* (ROCE), ou *Profit économique* (PE).

Il peut arriver que certains promoteurs de ces indicateurs de gestion ou des présentations trop rapides contribuent à les assimiler à des indicateurs de performance boursière. Il est du devoir des émetteurs qui les utilisent de ne pas contribuer à cette confusion.

II Une méthodologie rigoureuse

Les indicateurs utilisés, relatifs à la valeur boursière, doivent être les mêmes d'un exercice à l'autre et s'appuyer sur une méthodologie stable et explicite. Ils ne sauraient être modifiés ou choisis avec le seul souci de donner de l'exercice considéré l'image la plus favorable. Le

nombre d'années retenues doit être constant dans le temps.

Le *Total shareholder return* (TSR) ou rentabilité totale pour l'actionnaire constitue une première mesure synthétique de la valeur créée pour l'actionnaire. L'émetteur doit indiquer si le TSR est calculé en brut ou en net de l'imposition des plus-values et dividendes, avec ou sans prise en compte de l'avoir fiscal.

Un autre indicateur de la capacité de l'entreprise à valoriser les ressources apportées par ses actionnaires et créanciers consiste à rapprocher leur valeur sur le marché des capitaux de celle à laquelle elles sont entrées dans les comptes ou à leur coût de remplacement. Sur une période donnée (par exemple, un exercice sur l'autre), c'est la variation de cet indicateur qui mesure la valeur créée. Les entreprises pourraient utilement communiquer la création de valeur boursière (*Market value added*) mesurée directement comme l'écart entre, d'une part, la capitalisation des actions augmentée de la valeur de marché de la dette et, d'autre part, l'actif économique.

III Des compléments utiles de la valeur boursière

Les indicateurs de performance relatifs à la valeur créée par exercice, basés sur des données comptables et financières, ne peuvent être calculés qu'à partir de chiffres communiqués par l'émetteur. Ils sont nombreux et relèvent de méthodologies différentes. Communiquer sur des indicateurs de gestion demeure une option pour l'émetteur. Dès lors qu'il la retient, il devrait se conformer aux principes suivants : le principe commun à ces indicateurs internes de création de valeur consiste à ramener un solde de gestion retraité et estimé pertinent aux capitaux investis ou engagés (ou bien à une partie d'entre eux). Dans un deuxième temps, on compare ce chiffre au coût moyen pondéré du capital ou au coût des fonds propres.

Il s'agit de deux étapes distinctes et l'émetteur peut souhaiter arrêter sa présentation à la première. Lorsque tel est le cas :

- l'émetteur doit s'assurer de la cohé-

“Il est recommandé aux émetteurs d'explicitier les conséquences de leurs choix stratégiques en terme de création de valeur.”

rence entre les retraitements effectués pour le calcul du solde retenu et les retraitements effectués pour le calcul des capitaux engagés ou investis ;

- l'actif économique retenu doit pouvoir être reconstitué à partir des états financiers consolidés de l'exercice. Ces indications doivent comporter, d'une part, un énoncé des principes de retraitement retenus, d'autre part, un tableau de passage chiffré des comptes consolidés à l'agrégat retenu ;
- les ratios ainsi calculés (ROE, ROI, ROCE, ROA, CFROI[®], etc.) doivent faire l'objet d'une définition, d'une justification de leur choix, ainsi que d'une explication la plus pédagogique possible de leur portée.

Certains émetteurs souhaitent procéder à une présentation plus exhaustive de la démarche visant à générer de la valeur pour l'actionnaire. Les ratios calculés sont alors rapprochés du coût moyen pondéré du capital ou du coût des fonds propres. Il est certainement utile que les entreprises cotées indiquent la norme qu'elles retiennent pour juger de la rentabilité de leurs projets passés ou futurs, ainsi que l'estimation qu'elles font du coût des capitaux engagés.

Si l'émetteur souhaite présenter un coût moyen pondéré du capital ou un indicateur dont le calcul prend en compte le coût des capitaux engagés (EVA[®], etc.), il devra expliciter sa démarche.

IV Articulation avec la présentation de la stratégie de l'entreprise

La présentation d'indicateurs internes de création de valeur est d'autant plus pertinente qu'il s'agit de ceux effectivement retenus par l'entreprise pour fixer des objectifs de gestion ou contrôler ses performances.

“Communiquer sur des indicateurs de gestion demeure une option pour l'émetteur.”

Les indicateurs de création de valeur permettent d'identifier les pôles de développement et centres de création de valeur des entreprises. Les investisseurs peuvent souhaiter disposer d'une décomposition sectorielle ou géographique. Il appartient à l'émetteur de la fournir dans des conditions qu'il juge compatibles avec son contexte concurrentiel. Elle doit s'appuyer sur sa propre information comptable par secteur d'activité. Le niveau de désagrégation pertinent est alors celui retenu par l'entreprise pour ses propres décisions.

La présentation des indicateurs de création de valeur doit pouvoir s'inscrire dans celle, plus large, de la stratégie financière. Par exemple, lorsque l'indicateur retenu est le ROE, il est important de donner des explications détaillées sur la politique d'endettement.

Plus généralement, il est recommandé aux émetteurs d'explicitier les conséquences de leurs choix stratégiques en termes de création de valeur. Cette démarche devrait s'appliquer, en particulier, aux fusions et acquisitions opérées, à la composition des actifs d'exploitation, aux risques liés à chaque secteur d'activité et à la stratégie de développement par métier.

Les émetteurs devraient également indiquer dans quelle mesure les indicateurs de création de valeur servent au calcul d'éléments de rémunération du personnel ou des dirigeants de l'entreprise. ■