

INFORMATION FINANCIÈRE : À LA RECHERCHE DU LONG TERME

EUDOXE DENIS *
JEAN-DAMIEN PÔ **

Au début du printemps 2009, l'Institut de l'entreprise a engagé une réflexion visant à identifier les leviers d'une meilleure prise en compte du long terme par l'entreprise¹. Le groupe de travail, qui s'est réuni pendant six mois sous la présidence de deux chefs d'entreprise aux profils complémentaires (Jean-François Roverato, président-directeur général d'Eiffage, et Serge Weinberg, président de Weinberg Capital Partners), a d'abord examiné les leviers externes aux entreprises, mais susceptibles d'allonger l'horizon de temps dans lequel celles-ci évoluent : cadre juridique et fiscal, mécanismes de régulation financière, référentiel comptable et prudentiel. Mais l'essentiel de sa réflexion s'est porté sur les leviers internes ; autrement dit, sur les moyens qui sont à la disposition des entreprises pour favoriser leur prise en compte du long terme. Dans cette perspective, la relation aux investisseurs est naturellement apparue centrale : c'est d'abord aux marchés financiers que s'adresse la critique de « court-termisme ». Cette critique, qui désigne une divergence de plus en plus marquée entre la temporalité de l'entreprise et celle de ses actionnaires, était bien antérieure à la crise ; l'effondrement de 2008-2009 a renforcé son acuité.

Comment inciter les actionnaires à un comportement de long terme ? À cette question, le groupe de travail de l'Institut de l'entreprise fournit deux types de réponses.

* Directeur des études, Institut de l'entreprise.

** Délégué général, Institut de l'entreprise.

La stabilisation de l'actionnariat constitue une première voie. Elle renvoie au débat historique entre les tenants du « *one share, one vote* » et ceux pour lesquels la durée de détention du capital peut justifier un traitement différencié selon les catégories d'actionnaires. Sur le plan théorique, ce débat-là ne sera sans doute jamais tranché, mais la crise a changé en profondeur les rapports de force : l'hétérodoxie de la place de Paris, historiquement rétive à la « démocratie actionnariale », trouve maintenant des échos à la City, ce qui aurait été inconcevable avant l'année 2008².

C'est sur la seconde voie que nous nous proposons de concentrer notre propos, dans la mesure où elle renvoie à la question de l'information financière. En effet, pour mieux orienter vers le long terme le comportement des investisseurs, les entreprises peuvent aussi s'employer à renouveler les termes du dialogue qu'elles entretiennent avec eux. Ce renouvellement peut se traduire par une évolution dans la nature des informations qui leur sont transmises : indicateurs financiers existants, indicateurs prospectifs, données relatives au capital immatériel et, plus généralement, indicateurs sur la santé de l'entreprise³.

ADAPTER LES INDICATEURS DE MESURE DE LA PERFORMANCE

La mesure de la performance financière des entreprises s'est jusqu'à présent opérée, pour l'essentiel, au travers de deux indicateurs : le cours de Bourse et le *return on equity* (ROE). Dans l'usage qui en est fait, ces deux indicateurs sont susceptibles d'engendrer des effets pervers du point de vue du rapport au temps.

Le cours de l'action est un indicateur pertinent pour le pilotage de l'entreprise dans une perspective de moyen-long terme. Le management ne peut y rester indifférent : la valorisation boursière détermine la vulnérabilité de l'entreprise au risque d'une OPA. À l'inverse, elle détermine sa capacité à effectuer des acquisitions par échange d'actions. Par ailleurs, l'évolution du cours de Bourse peut avoir des conséquences fortes sur le moral des collaborateurs et l'ambiance au sein de l'entreprise. À court terme, toutefois, les marchés d'actions peuvent ne refléter que très imparfaitement les fondamentaux de l'entreprise. Les cours peuvent en particulier subir des phénomènes de cycle, amplifiés par les mouvements mimétiques du marché. Par ailleurs, une attention trop exclusive portée à cet indicateur peut, en raison des modes de rémunération qui y sont associés, conduire à une gestion défavorable à l'intérêt de long terme de l'entreprise.

Le ROE, indicateur de mesure de la rentabilité, présente lui aussi

des imperfections. En particulier, sa généralisation a pu conduire à des pratiques susceptibles de fragiliser l'entreprise sur le long terme : augmentation artificielle du rendement des actifs détenus (par l'augmentation de son endettement), diminution au minimum de la proportion de fonds propres dans le passif (*via* le rachat d'actions ou l'externalisation des activités les plus consommatrices de fonds propres)⁴.

D'autres indicateurs de création de valeur pour l'actionnaire, comme le *total shareholder return* (TSR)⁵, sont apparus au cours des dernières années. Mais la complexité croissante de ces indicateurs les rend difficiles à utiliser et leur prolifération rend complexe l'objectivation de la performance de l'entreprise.

Ces indicateurs rendent compte de la performance financière de l'entreprise, et non des risques qui y sont associés. L'esprit des trois propositions avancées par le groupe de travail de l'Institut de l'entreprise n'est pas d'« informer davantage » (en volume, l'information financière est déjà pléthorique et sans doute excessive ; l'introduction des IFRS - International Financial Reporting Standards - a contribué à accentuer cette dérive quantitative), mais plutôt de « mieux informer », c'est-à-dire d'informer de façon plus ciblée sur les risques réels de l'entreprise : une meilleure appréhension des risques est en effet de nature à faciliter la projection des investisseurs dans le long terme.

77

*Formaliser, si possible quantifier et publier
la sensibilité de l'entreprise
à ses principaux facteurs de risques externes*

Dans leurs rapports annuels, les entreprises cotées délivrent une large information sur la nature de leurs risques. En revanche, les informations quantitatives en matière d'exposition aux risques externes ne sont ni normalisées ni comparables entre entreprises. Le degré de sensibilité de l'entreprise à ses principaux risques pourrait, par conséquent, être formalisé, si possible quantifié et rendu public.

*Assortir la communication du return on equity
d'informations complémentaires*

Dans un contexte de compétition accrue, à l'échelle mondiale, pour l'accès aux capitaux, les investisseurs se maintiendront en position de force vis-à-vis des entreprises. Il est donc très probable qu'ils continueront à se focaliser sur le niveau de rentabilité de leur investissement, mesuré par le ROE. Pour éviter les effets pervers associés à l'utilisation

de cet indicateur, les entreprises devront faire preuve de pédagogie en assortissant sa publication d'informations complémentaires sur sa construction (définition des fonds propres utilisés pour son calcul⁶, informations comparatives sur le ROE moyen du secteur et commentaires sur son évolution). Enfin, pour faciliter les comparaisons dans le temps et entre les entreprises et expliciter ainsi l'exposition au risque, il pourrait être pertinent de communiquer sur un ROE ajusté de la prise de risques sous-jacente à la rentabilité dégagée⁷.

Privilégier les indicateurs qui ne sont pas sensibles au niveau d'endettement des entreprises, tel que le return on capital employed

Après une période de liquidités excessives et dans un contexte marqué par la raréfaction des capitaux et l'impératif de désendettement des entreprises, le *return on capital employed* (ROCE) tend à devenir l'indicateur le plus pertinent et le mieux adapté aux attentes des investisseurs pour mesurer la rentabilité des entreprises. Focalisé sur l'efficacité de l'utilisation des actifs employés, il permet de suivre avec une certaine précision la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise. L'*economic value added* (EVA), qui rapporte le ROCE au coût du capital, peut également être considéré comme un indicateur pertinent, mais son utilisation est plus complexe.

78

DÉVELOPPER L'INFORMATION DONNÉE AU MARCHÉ SUR LES ACTIFS IMMATÉRIELS

Le choix d'un indicateur obéit toujours à la recherche d'un équilibre entre simplicité et juste représentation de la réalité. Les principales critiques adressées au système actuel de mesure de la performance des entreprises portent soit sur la place excessive accordée aux indicateurs financiers, au détriment d'autres informations⁸, soit sur leur caractère incomplet.

Ainsi, les actifs immatériels ne sont pas - ou peu - pris en compte par les standards actuels. Ceux-ci ont aussi pour effet d'introduire des distorsions peu justifiées. Par exemple, la valorisation d'une marque peut se retrouver dans le bilan si celle-ci est achetée (*goodwill*), mais pas si elle a été développée en interne. Plus généralement, le capital humain, l'organisation de la R&D et de la chaîne d'approvisionnement, la promotion de la marque ou le capital réputationnel ne sont pas pris en compte dans les bilans, ce qui peut contribuer à faire naître ou accroître l'écart entre la valeur comptable des entreprises et leur valorisation par les marchés financiers (Charolles, 2008).

Pour autant, la prise en compte de ces actifs immatériels dans la comptabilité de l'entreprise soulève cinq types d'objections.

Premièrement, l'évaluation comptable des actifs immatériels est difficile. Même dans le domaine des marques, l'actif incorporel le plus aisément valorisable, les évaluations sont souvent variables. Pour les actifs les plus importants (savoir-faire, talent, position concurrentielle), la valorisation est encore plus complexe.

Deuxièmement, la prise en compte au bilan de ces actifs introduirait un risque de fiabilité et une lisibilité imparfaite, tant l'objectivité de ces indicateurs est difficile à établir. Le risque de manipulation, par la création d'actifs fictifs, ne serait pas nul.

Troisièmement, la prise en compte de ces actifs pourrait conduire à accroître encore la volatilité des informations comptables. Dès lors qu'une entreprise est en difficulté, elle devrait, par exemple, également déprécier l'actif associé à sa marque.

Quatrièmement, l'introduction de ces actifs aurait une incidence fiscale forte : toute réévaluation d'actifs, par exemple, entraînerait des frottements fiscaux.

Cinquièmement, le risque d'interprétation serait très nettement accru. Inclure le capital humain en tant qu'actif incorporel, par exemple, revient en pratique à comptabiliser en actifs des contrats de travail, ce qui pourrait prêter à de mauvaises interprétations, comme celle de la consécration d'un « droit de propriété » de l'entreprise sur ses collaborateurs.

Pour toutes ces raisons, le groupe de travail de l'Institut de l'entreprise recommande de réorienter la façon dont les entreprises communiquent sur les immatériels, et non d'intégrer les actifs incorporels dans leur comptabilité. L'expérience montre, en effet, que certaines entreprises réussissent davantage que d'autres à valoriser ces actifs auprès des investisseurs et des analystes financiers.

Deux principes au moins devraient donc guider la communication sur les éléments immatériels :

- s'appuyer sur des éléments matériels, les plus objectivés possibles, pour communiquer sur l'immatériel⁹ ;
- et comparer ces chiffres avec ceux fournis par les entreprises considérées comme les références de leur secteur d'activité, ces comparaisons étant seules susceptibles de développer rapidement la valeur perçue par le marché.

RÉORIENTER L'USAGE DES ÉLÉMENTS PROSPECTIFS

Paradoxalement, alors que la volatilité de l'environnement économique n'a fait qu'augmenter au cours des dernières années, les investisseurs ont accru leur pression sur les entreprises pour qu'elles leur communiquent des objectifs de performance future de plus en plus

précis. La crise économique a inversé cette tendance et les entreprises ont adapté leur communication financière à un contexte financier plus incertain, limitant à la fois la quantité et la précision des éléments prospectifs fournis au marché. Pérenne ou ponctuelle, cette inversion de tendance ne saurait toutefois conduire les entreprises à faire l'économie d'une réflexion de fond sur l'usage des éléments prospectifs. Les propositions du groupe de travail de l'Institut de l'entreprise se sont attachées à poser les premiers jalons de cette réflexion de fond à travers deux grandes propositions.

*Privilégier des perspectives pluriannuelles globales
à une prévision détaillée à un an*

Chaque entreprise définit sa propre stratégie en matière de communication financière, en fonction de son secteur d'activité et de sa situation particulière. La communication d'une vision à moyen-long terme est utile en interne pour mobiliser les collaborateurs et il est nécessaire de la partager dans ses grandes lignes avec les marchés financiers. En revanche, fournir à ces derniers des prévisions détaillées à un an peut pratiquement s'apparenter à un précontrat passé avec les analystes financiers. Diffuser ce type d'information n'a pas d'impact positif sur la valorisation de l'entreprise. Cela comporte de plus un risque de sanction disproportionnée par le marché si les résultats s'écartent des prévisions publiées par l'entreprise.

80

*Expliciter les facteurs d'incertitude
dans les éléments prospectifs publiés*

Les entreprises qui choisissent de rendre publiques leurs prévisions pourraient les compléter en indiquant le degré d'incertitude qui leur est associé. Trois outils sont susceptibles d'être mobilisés à cette fin : les « intervalles de confiance » (affectation d'un coefficient de probabilité à l'objectif affiché), les approches par scénarios et les fourchettes de résultats. Enfin, les entreprises pourraient aussi davantage communiquer sur les hypothèses qui président à la construction de leurs objectifs prévisionnels¹⁰.

**DÉVELOPPER UNE CATÉGORIE
D'INDICATEURS DE LONG TERME**

Le groupe de travail de l'Institut de l'entreprise s'est enfin attaché à concevoir les grandes lignes d'une nouvelle catégorie d'indicateurs, les indicateurs de long terme qui seraient à même de faciliter le travail d'évaluation des marchés, notamment en ce qui concerne les actifs incorporels. De tels indicateurs permettraient de minimiser les

incertitudes relatives aux performances futures et donc la volatilité parfois excessive reprochée aux marchés¹¹.

En réalité, pour chaque secteur d'activité, ces indicateurs existent déjà. L'enjeu est donc double : d'abord, que les entreprises les utilisent efficacement dans leur communication ; ensuite, qu'elles les adaptent en fonction de problématiques émergentes, comme la prise en compte des externalités.

Les indicateurs existants sont au moins de trois types :

- les indicateurs de long terme sectoriels communément admis ont d'ores et déjà un impact sur les cours de Bourse dans de nombreux secteurs d'activité : les laboratoires pharmaceutiques annoncent le parcours de leurs molécules dans « le pipeline » de développement, les pétroliers indiquent leurs réserves prouvées et probables... Ce sont là des indicateurs de long terme « quasi comptables » que les entreprises utilisent naturellement ;

- les indicateurs de long terme sectoriels non communiqués sont des indicateurs qui existent, mais ne sont pas divulgués, soit parce qu'ils sont trop confidentiels (ou trop défavorables), soit parce que leur lien avec la performance future est trop ténu en apparence. C'est le cas, par exemple, des baromètres mesurant la satisfaction et la fidélité des collaborateurs ;

- et les indicateurs de long terme stratégiques, propres à une entreprise, sont utilisés assez systématiquement par certaines entreprises pour refléter les progrès dans la mise en œuvre d'une stratégie qu'elles ont annoncée et qui n'est pas nécessairement partagée par tout le secteur. Ainsi, l'une parlera du rythme auquel elle développe des marques mondiales, l'autre du développement d'un nouveau métier...

Ces exemples mettent surtout en lumière le fait qu'en matière de production d'indicateurs, l'échelon de réflexion pertinent est l'entreprise, ou au maximum le secteur d'activité. Cela n'enlève rien, au contraire, à leur valeur. Toutefois, les indicateurs de long terme n'étant pas normalisés à la manière des indicateurs comptables, ils peuvent paraître suspects pour au moins trois raisons.

Premièrement, les entreprises les définissent chacune à leur manière, ce qui rend leur comparaison difficile. Pour prendre un exemple simple, les sociétés de produits de grande consommation affichent presque toutes un taux de croissance organique. Mais cette mesure n'est pas calculée de la même manière par tous les acteurs. Par exemple, pour l'une de ces sociétés, la croissance organique se mesure en tonnes, éliminant l'effet prix, mais pour une autre, sa capacité à améliorer son mix-produit et ses prix fait partie intégrante de sa performance organique, seuls les effets d'acquisition et de change devant alors être exclus.

Deuxièmement, ces indicateurs sont fournis sur la base du volontariat. Ainsi, rien n'empêche une entreprise de changer unilatéralement d'indicateurs d'un exercice à l'autre. Pire, rien ne garantit que l'entreprise communique (ou même qu'elle connaisse) les « bons » indicateurs de long terme, c'est-à-dire ceux qui sont vraiment en lien avec sa performance future.

Troisièmement, le choix de ces indicateurs, même dans un secteur donné, devrait normalement refléter une stratégie. Pour reprendre l'exemple de la croissance organique, mis en avant par les sociétés de produits de grande consommation, une étude historique de leurs rapports annuels permet de dater précisément le moment où elles se sont toutes mises à communiquer cet indicateur. Cette concomitance n'est pas fortuite : elle s'est produite au moment où la stratégie de recentrage sur un petit nombre de métiers était devenue le dogme du secteur d'activité. En publiant leur croissance organique, elles clamaient en fait qu'elles ne cédaient plus à la tentation coûteuse des acquisitions et se concentraient sur la croissance de leurs marques. Mais cette stratégie était-elle vraiment la seule possible ? Et est-elle en tout temps la bonne ? C'est ici que l'indicateur peut alors occulter la décision stratégique sous-jacente.

L'inventaire de ces limites suggère deux pistes d'actions pour les dépasser.

*Construire des indicateurs de long terme qui reflètent
le progrès de l'entreprise par rapport à ses objectifs stratégiques
et demander au conseil d'administration d'en superviser le suivi*

En préalable à la définition de ces indicateurs, il semblerait naturel que le conseil d'administration, plutôt que le management, en soit le « propriétaire ». Ce serait là en effet une manière pour le conseil d'administration d'exercer pleinement sa mission de garant du long terme dans l'entreprise. En mettant ainsi en perspective à intervalles réguliers les indicateurs de long terme, le conseil d'administration serait mieux à même d'opérer la synthèse entre temps court et temps long.

Il est nécessaire que ces indicateurs reflètent le progrès de l'entreprise par rapport à ses objectifs stratégiques, ce qui implique de connaître et, dans une certaine mesure, d'explicitier cette stratégie. Fixer une stratégie, c'est répondre à la question : comment allons-nous réussir mieux que nos concurrents et créer de la valeur pour nos actionnaires ? Mesurer son application, c'est indiquer dans quelle mesure la voie suivie permet d'atteindre ces objectifs. Le conseil d'administration devrait normalement attendre du management qu'il apporte une réponse claire à ces questions et donc qu'il propose les indicateurs de long terme correspondants.

Le conseil d'administration pourrait s'engager vis-à-vis des actionnaires à publier tout ou partie de ces indicateurs de long terme de manière régulière, ou, à défaut, à justifier tout changement dans ces indicateurs, par une réorientation de la stratégie, par exemple. La solennité de cet engagement signifierait au marché l'importance de ces indicateurs : une absence de communication sur ces derniers devrait être regardée avec la même suspicion qu'un report de la date de publication des résultats¹².

Aligner une partie des critères de performance du management sur les indicateurs de long terme

Le conseil d'administration devrait logiquement aligner une partie des critères de performance du management sur les indicateurs de long terme ainsi définis. Il entre en effet dans ses attributions d'assurer les actionnaires que les incitations du management sont cohérentes avec la création de valeur à long terme. C'est, par exemple, ce que fait Danone qui a retenu une part significative d'éléments non financiers pour la détermination de la part variable de la rémunération de ses 1 000 managers les plus expérimentés.

Ces recommandations permettraient de signifier clairement aux destinataires de la communication financière :

- que l'entreprise poursuit, au-delà des impératifs immédiats de performance, un projet stratégique à long terme ;
- que le conseil d'administration en est conscient et joue pleinement son rôle de garant du long terme ;
- que des indicateurs fiables (publiés ou non) existent pour suivre dans la durée les progrès de ce projet ;
- et que le management est attaché financièrement à sa réussite.

NOTES

1. Cette réflexion a été rendue publique au début de l'année 2010 (*Favoriser la prise en compte du long terme*, Institut de l'entreprise, janvier 2010).

2. On rappellera à cet égard que le *Financial Services Secretary* du cabinet Brown, Paul Myners, a pris publiquement position en faveur de droits différenciés (cf. *Financial Times* du 3 août 2009).

3. Cet article se fonde donc étroitement sur les conclusions de la réflexion collective conduite au sein de l'Institut de l'entreprise ; que tous ceux qui y ont pris part en soient ici remerciés, à commencer par Nicolas Savary.

4. Avant la crise, la cession des actifs immobiliers des entreprises, notamment dans le secteur de la distribution, est ainsi devenue une pratique courante ; si à court terme, les avantages sont évidents (augmentation de la trésorerie disponible et immobilisation moindre des fonds propres), cette stratégie, sur le long terme, peut s'avérer risquée dès lors qu'elle vient alourdir la structure de coûts fixes pesant sur la rentabilité. Elle n'est pas non plus sans risques opérationnels comme l'illustre, dans un autre secteur, le revirement spectaculaire de Coca Cola qui vient de reprendre le contrôle de ses activités d'embouteillage aux États-Unis. On se souvient que dans les années 1980, la même entreprise faisait figure de pionnière en externalisant ses activités les plus gourmandes en capitaux (embouteillage, distribution) au sein de Coca Cola Enterprises, ce qui permettait à sa holding Coca Cola Company d'afficher un ROE à deux chiffres...

5. Le TSR correspond au taux de rentabilité d'une action sur une période donnée et intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée.

6. La définition des fonds propres dépend en effet du cadre comptable utilisé. Ainsi, l'écart lié à l'application des normes françaises, internationales ou américaines représente-t-il souvent, pour de grandes sociétés cotées, jusqu'à 20 % de leurs fonds propres, ce qui signifie qu'un ROE de 15 % peut en réalité correspondre, selon la définition utilisée, à un ROE de 13 % comme de 19 %.

7. Dans son principe, le calcul de cet indicateur devrait répondre à des normes minimales assurant la transparence et la comparabilité des risques, sur le modèle des exigences de mesure des risques applicables aux banques (normes de solvabilité, approche RAROC - *risk adjusted return on capital* -...).

8. Une étude menée en 2005 auprès de plus de 200 grandes entreprises françaises, anglaises et allemandes indiquait ainsi que les indicateurs de type financier (39 %) étaient les plus utilisés, loin devant les indicateurs opérationnels (29 %), les indicateurs sur le suivi des clients (18 %) et les indicateurs RH (14 %).

9. On peut ainsi penser, selon les secteurs considérés, au taux de notoriété de la marque, au portefeuille de brevets détenus en propre, ou encore au taux de rotation des effectifs. Pour une réflexion plus approfondie sur les éléments immatériels, voir : Andrieux, 2009.

10. D'après une étude menée sur l'année 2007 par PricewaterhouseCoopers sur plus de 120 sociétés françaises cotées, « si près de 9 sociétés sur 10, notamment des petites capitalisations boursières, ont communiqué des informations prospectives dans leurs documents de référence [...], à peine plus de 5 % des sociétés qui ont communiqué des informations prospectives chiffrées ont détaillé leurs hypothèses sous-jacentes et joint un rapport spécifique de leurs commissaires aux comptes » (PricewaterhouseCoopers, 2008).

11. Les développements qui suivent se fondent dans une large mesure sur la contribution d'Olivier Sibony, directeur associé senior chez McKinsey, aux réflexions du groupe de travail de l'Institut de l'entreprise.

12. On peut s'attendre, naturellement, à ce qu'une partie des indicateurs de long terme soit confidentielle. Même dans ce cas, la gouvernance gagnera à ce que leur existence et leur contrôle régulier par le conseil d'administration soient connus.

BIBLIOGRAPHIE

ANDRIEUX M.-A. (2009), « Mettre enfin l'immatériel au service de la croissance », *Sociétal*, n° 66, 3^{ème} trimestre.

CHAROLLES V. (2008), *Et si les chiffres ne disaient pas toute la vérité ?*, Fayard.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2008), « Objectifs/prévisions de résultats : les sociétés cotées restent prudentes dans leur communication au marché », communiqué de presse, 12 février.