

## Décote boursière et mesure du patrimoine de l'entreprise : Quelques considérations conceptuelles

**BRUNO COLMANT**

Conseil fiscal

Administrateur délégué "Crédit Européen"

Docteur en Sciences de Gestion (ULB)

Professeur à l'ULB, professeur invité aux HEC-Liège et à l'Ulg

*La décote boursière procède d'une comparaison entre l'actif net réévalué d'une entreprise et sa capitalisation boursière. Partant d'une analyse conceptuelle et intuitive de la décote boursière, cette contribution s'attache à en établir le lien avec la politique de dividende. D'autres considérations plus générales portant sur la mesure des performances patrimoniales de l'entreprise au moyen de l'Economic Value Added, souvent invoquée par les sociétés à portefeuille caractérisées par une décote boursière, sont suggérées. Certains aspects comptables relatifs à cette problématique sont aussi examinés.*

La théorie financière apparaît en peine d'apporter une explication unanime, et, surtout, quantitative<sup>1</sup> à la décote boursière des sociétés à portefeuille<sup>2</sup>. La littérature académique belge est, par ailleurs, réduite dans ce domaine.

L'importance de cette décote est significative, puisqu'elle atteint actuellement environ 35-40 % pour les principaux sociétés à portefeuille cotés sur Euronext-Bruxelles. Une étude réalisée par le professeur SIAENS *et al.* de l'UCL<sup>3</sup>, portant sur la période 1983-1992, montrait qu'à l'époque, la décote s'établissait, en moyenne, à 20 %. Son amplitude s'est donc fortement accrue au cours des dernières années<sup>4</sup>.

Il serait hasardeux d'affirmer que le phénomène de la décote est confiné aux sociétés à portefeuille. Il est d'ailleurs vraisemblable que l'ensemble des entreprises commerciales et industrielles cotées subit ce phénomène. Mais, pour ces dernières, la mesure de la décote est presque impossible à établir, tandis que la nature des actifs d'une société à portefeuille, constitué d'autres participations souvent cotées, permet son identification et sa quantification<sup>5</sup>. Les sociétés à portefeuille constituent donc un cas particulier, s'offrant à l'analyse conceptuelle et à la recherche empirique.

Plusieurs facteurs ont été avancés pour tenter d'expliquer, sans conclusion définitive, la décote : préférence des actionnaires minoritaires pour des «*pure players*»<sup>6</sup>, frais de structure inhérents à la gestion des participations, investissements non cotés, liquidité insuffisante des titres de la société à portefeuille, déperditions d'impôts<sup>7</sup> et absence d'effet de levier fiscal par

l'endettement<sup>8</sup>, insuffisance de valorisation des participations<sup>9</sup>, investissements trop majoritaires (donc moins liquides<sup>10</sup>), concentration sectorielle inappropriée des participations/allocation sub-optimale des investissements<sup>11</sup>, imperfections de la communication sociale, privatisation de bénéfices<sup>12</sup>, etc.

Ces facteurs ne doivent pas être écartés, et les dirigeants de sociétés à portefeuille sont d'ailleurs souvent attentifs à leur maîtrise. Ils contribuent certainement à une fraction, que nous estimons cependant réduite, de la décote. SIAENS *et al.* n'attribuaient d'ailleurs à ces explications classiques qu'un poids théorique de 11 %<sup>13</sup>.

### Définition

La capitalisation boursière des sociétés à portefeuille révèle une décote<sup>14</sup>. Celle-ci découle de la différence positive entre, d'une part, leur valeur intrinsèque (calculée comme la somme de la valeur, selon les cas, historique, de négociation<sup>15</sup> ou de marché de leurs participations, moins les dettes) et, d'autre part, leur valeur boursière. La décote révèle l'absence de causalité directe (ou de transitivité) entre la création de valeur avancée par une société à portefeuille et la variation de la capitalisation boursière de la société à portefeuille elle-même. La décote ne met cependant pas en question la fonction sociétaire des entreprises

qu'elle affecte <sup>16</sup>.

La décote boursière découle d'une valorisation comptable appliquée au patrimoine de l'entreprise selon des modalités comparables à l'évaluation des SICAV <sup>17</sup>. Il importe de souligner que les sociétés à portefeuille disposent d'une réglementation comptable spécifique <sup>18</sup>.

La valeur intrinsèque s'assimile à une évaluation comptable de l'entreprise, établie à la lumière de l'Ecole moderne de la comptabilité, d'origine américaine, qui postule que pour appréhender la valeur d'une entreprise, il convient de déterminer la valeur actualisée, à la date de la clôture comptable, de l'ensemble des flux nets de trésorerie qui pourront être générés par l'entreprise dans le futur, qualifiée de "valeur économique".

Il s'agit donc d'une approche comptable idéalement globale de l'entreprise dont l'application (étendue à tous les actifs de l'entreprise, y compris le *goodwill* relatif à ses propres actifs immatériels, telle une marque développée de manière interne à l'entreprise, non comptabilisés bilamment selon les réglementations et les normalisations en vigueur dans les pays développés) devrait théoriquement conduire à une valeur comptable de l'entreprise proche de sa valeur boursière pour les entreprises cotées, moyennant l'existence d'un marché efficient.

Cette approche analyse l'entreprise dans le cadre de l'ensemble de ses flux de trésorerie futurs. Elle considère, en termes d'évaluation comptable, chaque élément non pas individuellement mais dans le contexte global de son objet social.

Tournée vers l'avenir plutôt que vers le passé, cette approche devrait prendre en considération des éléments aléatoires, telles les entrées et sorties futures de trésorerie, le ou les taux d'actualisation, les durées d'utilisation des différents facteurs de production, etc.

A défaut de pouvoir retenir une valeur économique globale par manque de repère fiable, l'Ecole

moderne de la comptabilité recourt à trois mesures s'inscrivant, selon nous, dans la chronologie croissante d'une continuité des activités de l'entreprise, à savoir la valeur économique à court terme <sup>19</sup>, la valeur de réalisation nette et la valeur (ou le coût) de remplacement.

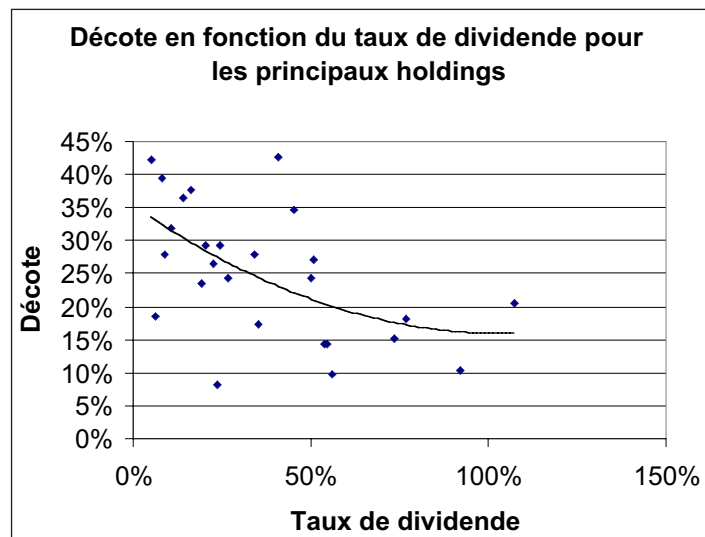
### Piste de réflexion générale

Notre piste de réflexion est échaudée sur une idée simple, à savoir que la décote pourrait être partiellement associée à la politique attendue de dividende de la société à portefeuille ou, ce qui est équivalent, serait liée au degré de rétention des bénéfices futurs anticipés <sup>21</sup>. La décote de plusieurs sociétés à portefeuille belges s'est, en effet, amplifiée au cours des mêmes années que celles pendant lesquelles le taux de dividende (ou "pay-out ratio", c'est-à-dire la proportion du résultat net après impôts distribué aux actionnaires) s'est réduit <sup>22</sup>.

Nous suggérons donc que la décote n'est pas indépendante de la gestion de la société à portefeuille.

Le graphique suivant, établi sur base de l'information publique révélée dans les rapports annuels, des principales sociétés à portefeuille belges (sans distinction d'années de la période 1996-2000, ni d'entreprises, démarche statistiquement fragile et très critiquable mais contrainte par le nombre réduit d'observations), révèle une corrélation satisfaisante entre le niveau de décote et le taux de dividendes. Le même type de relation est identifié pour certaines sociétés à portefeuille individuelles (mais pas pour tous, ce qui fragilise la validation empirique des considé-

rations intuitives développées dans cette contribution) qui fournissent une série chronologique suffisamment longue.



Plusieurs éléments militent en faveur de la dépendance de la décote à des facteurs endogènes aux sociétés à portefeuille : même si la décote des sociétés à portefeuille belges évolue, sur une longue période, de manière globalement uniforme et qu'il serait donc séduisant d'y adosser un attribut national discriminant <sup>23</sup>, les niveaux de décote sont, sur des périodes courtes, variables de société à portefeuille à société à portefeuille. Par ailleurs, de rares sociétés à portefeuille présentent épisodiquement des niveaux de décote négatifs, c'est-à-dire une prime ou une surcote <sup>24</sup>.

Notre proposition s'inscrit dans le sillage des recherches académiques portant sur le rôle des dividendes <sup>25</sup> à titre de révélateur des intérêts (le cas échéant) divergents de l'actionnaire de contrôle <sup>26</sup> et des actionnaires minoritaires. Selon cet axe de recherche, des bénéfices qui ne sont pas attribués aux actionnaires minoritaires sont laissés à la discrétion d'affectation par l'actionnaire de contrôle pour le financement de projets d'investissements qui ne sont, le cas échéant, pas dans l'intérêt de ces actionnaires minoritaires

et donc éventuellement contraires à la maximalisation de leur enrichissement patrimonial. Un phénomène d'expropriation<sup>27</sup> des actionnaires minoritaires s'inscrirait donc dans le sillage de la décision de rétention des résultats de l'entreprise.

La politique de dividende étant décidée par l'actionnaire de contrôle, la décote pourrait, en d'autres termes, refléter l'intensité du conflit d'agence entre l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minoritaires<sup>28;29;30</sup>. Dans cette perspective, la problématique de la décote s'inscrirait donc dans celle du «*corporate governance*»<sup>31;32</sup>, et dans la mesure des bénéfices de contrôle.

### Repères de la littérature académique

L'influence de la politique de dividende sur la valeur des entreprises a fait l'objet d'une littérature académique dense. Deux grands courants de pensée se sont historiquement opposés :

- Celui de la neutralité de la politique de dividende, c'est-à-dire une absence d'influence sur le cours boursier, soutenue, sous le respect de conditions très strictes, par F. MODIGLIANI et M. MILLER<sup>33</sup>. Selon ces auteurs, la valeur boursière de l'entreprise est indépendante des dividendes distribués, la seule variable à prendre en considération est sa politique d'investissement. Celle-ci étant cristallisée, il est indifférent de financer le programme par diminution des dividendes ou par augmentation du capital.
- Celui de la non-neutralité qui soutient que la valeur boursière de l'entreprise est influencée par les dividendes versés. L'entreprise a pour objectif unique la maximisation de la richesse des actionnaires et la distribution de dividendes est nécessaire lorsque la rentabilité des projets d'investissement de l'entreprise est inférieure au taux de rendement du marché<sup>34</sup>.

Par ailleurs, plusieurs études ont développé des arguments mettant en évidence des impacts spécifiques des dividendes. Parmi ceux-ci, on retient :

- L'incidence du paiement du dividende sur le cours de l'action. Empiriquement, ce fait a pu être vérifié dans de nombreux pays. Les études laissent à penser qu'il n'y a pas de neutralité entre le paiement du dividende et la plus-value, et qu'a priori le marché préfère la première modalité<sup>35</sup>;
- L'existence d'un effet de "clientèle" qui conduit les actionnaires à rechercher les entreprises susceptibles de satisfaire un objectif fiscal et amène les entreprises à adopter une politique de dividende conforme aux exigences de leur actionnariat;
- Le contenu informatif du dividende : le dividende serait un vecteur d'information concernant la rentabilité future de l'entreprise. Plusieurs études académiques soulignent, à cet égard, le rôle informationnel<sup>36</sup>, c'est-à-dire de signal (ou disposant d'un «*information content effect*») des dividendes fourni par une entreprise à ses actionnaires minoritaires au sujet de sa capacité bénéficiaire future anticipée<sup>37</sup>.

Deux autres conceptions du dividende ont aussi été plus récemment développées, à savoir la signalisation et l'agence.

Selon la théorie de la signalisation, la valeur d'une entreprise est corrélée avec la part de capital détenue par l'actionnaire de contrôle et elle est liée à la structure financière de cette entreprise. Toute modification stratégique de l'actionnaire de contrôle vis-à-vis de son entreprise induit un changement dans la perception des flux de liquidité futurs par le marché. Il en résulte une autre valeur de l'entreprise.

La théorie de l'agence, par contre, postule que l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minori-

taires ont chacun des intérêts particuliers et, le cas échéant, antagonistes. L'actionnaire de contrôle peut posséder plus d'informations relatives aux perspectives de l'entreprise que les actionnaires minoritaires. Les décisions financières de l'actionnaire de contrôle vont influencer l'opinion des actionnaires minoritaires au sujet de la valeur de l'entreprise.

A cet égard, contrairement à la conception traditionnelle où les actifs financiers sont définis en fonction des types de revenus qu'ils procurent à leurs détenteurs, HART et LA PORTA *et al.*<sup>38</sup> considérant que les actifs se caractérisent plutôt en fonction des droits qu'ils confèrent à leurs propriétaires. En supposant le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle qui cherche à agir dans son propre intérêt, les droits attachés aux valeurs mobilières deviennent essentiels. Appréhendés sous cet angle, les actionnaires minoritaires perçoivent des dividendes parce qu'ils peuvent voter contre leurs dirigeants qui ne les paieraient pas<sup>39</sup>. Les droits atta-



chés aux valeurs mobilières représentent les droits auxquels les dirigeants renoncent afin de recevoir du financement, notamment par la rétention d'une quote-part des résultats.

Les problèmes d'asymétrie d'information entre les actionnaires et les investisseurs ont un impact sur le choix d'une structure financière. Un actionnaire de contrôle qui pense que la valeur de l'entreprise est sous-évaluée préférera s'endetter plutôt qu'émettre de nouvelles actions à un cours déprécié, quitte à procéder ensuite à une augmentation de capital. De la même façon, choisir de financer un projet par endettement témoigne de la confiance de l'actionnaire de contrôle dans sa capacité à faire face aux échéances de la dette et donc indirectement dans la rentabilité du projet. En prolongeant les problèmes d'asymétrie d'information, on aboutit à la théorie du "pecking order" qui postule que l'actionnaire de contrôle choisit les sources de financement par ordre croissant de coûts d'intermédiation et de coûts d'agence : l'autofinancement, puis l'endettement, éventuellement sous la forme d'obligations convertibles, et enfin l'augmentation de capital.

La politique de dividendes des entreprises révèle, par ailleurs, d'étonnants paradoxes. Les actions émises par une société sont, par essence, du capital à risque, le risque se concrétisant par la variabilité des dividendes et un aléa sur la récupération de la valeur des actions elles-mêmes.

Pourtant, plusieurs études académiques mettent en évidence l'accroissement de valeur relatif des actions auxquelles est adossé un échéancier de dividende stable et, surtout, prévisible. Est-ce le reflet d'une diminution du coût du capital associée à l'altération du niveau de risque associé à une action vers celui associé à un titre obligataire ? Est-ce aussi le reflet d'une préférence pour la certitude de la liquidité ? Il est dif-

ficile de donner une réponse unanime à ces questions.

Dans le sillage des considérations précédentes, la politique de dividende des entreprises s'inscrit dans leur lissage temporel, et donc dans le sens d'une déconnexion entre les résultats de l'entreprise et les dividendes distribués.

### Considérations intuitives

Partant des hypothèses que, d'une part, l'horizon d'investissement de l'actionnaire de contrôle est au moins égal à celui des actionnaires minoritaires et, d'autre part, la pérennité de la vie sociétale de la société à portefeuille est essentiellement contingente à la stratégie de l'actionnaire de contrôle<sup>40</sup>, la valeur intrinsèque est, pour ce dernier, la mesure de création de valeur pertinente. En d'autres termes, le contrôle de la mobilisation des actifs de la société à portefeuille étant assuré par l'actionnaire de contrôle, la valeur boursière de la société à portefeuille lui-même est, sauf mutations du capital social, sans pertinence pour cet actionnaire<sup>41;42</sup>.

Par contre, la valeur boursière est l'unique mesure patrimoniale dans le chef des actionnaires minoritaires. Le cours boursier, sécrété par la confrontation continue d'anticipations antagonistes, ne reconnaît que les informations dont il peut débattre lui-même de manière autonome, ce qui n'est pas le cas de la valeur intrinsèque.

Ceci n'induit pas que le cours de bourse ne prend pas en considération la valeur intrinsèque : il pondère sans doute cette valeur, dans une proportion évolutive, au même titre que d'autres informations dont la prise en compte contribue à rendre le marché boursier efficient<sup>43</sup>. Le cours de bourse est une rencontre de la valeur intrinsèque, d'un aléa de son obtention, de flux bénéficiaires anticipés et d'une prime de risque évolutive, reflétant un consensus de marché.

La décote n'établit, en aucune manière, que la valeur boursière est inappropriée et devrait tendre vers cette valeur intrinsèque. Elle ne constitue pas une information disposant d'un caractère prédictif sur le rendement boursier et/ou établissant un signal fiable de maximisation de la valeur de l'entreprise pour les actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, le taux de rendement minimum<sup>44</sup> exigé pour la mise en œuvre d'investissements financés par la rétention des résultats est différent pour l'actionnaire de contrôle et pour l'actionnaire minoritaire. Reflétant la pertinence différenciée de la valeur intrinsèque et de la valeur boursière selon la classe de l'actionnariat considéré, le taux de rendement minimum exigé par l'actionnaire de contrôle est inférieur au taux de rendement minimum exigé par l'actionnaire minoritaire.

Le filtre de l'actionnaire de contrôle s'exprime par son pouvoir de décider de la politique de dividende de la société à portefeuille. L'actionnaire minoritaire valorise probablement ce filtre par une décote représentant l'aléa temporel de l'encaissement, sous forme de dividendes, du rendement des participations existantes et futures de la société à portefeuille, donc du rendement associé à la valeur intrinsèque<sup>45</sup>.

Si la valorisation boursière d'une société à portefeuille conduit à l'existence d'une décote de x %, cela signifie que chaque euro prélevé sur le résultat de l'exercice pour être mis en réserve conduit marginalement à une déperdition de valeur de x % de la transposition de la mise en réserve dans le cours de bourse. La politique de rétention de résultat, relevant d'une logique financière singulière, serait donc génératrice non pas de la décote en tant que telle, mais de sa perpétuation.

Inversement, on pourrait inférer d'une politique de dividende mise en œuvre malgré la constatation d'une

décote que le taux de rendement exigé associé au financement d'investissements par une mise en réserve n'est pas le même pour l'ensemble des actionnaires. Ce taux de rendement exigé serait moins élevé pour l'actionnaire de contrôle que celui exigé par les actionnaires minoritaires, la différence reflétant l'existence de la décote et donc d'un éventuel conflit portant sur la pertinence et/ou l'unicité du référentiel de création de richesse entre ces deux intervenants <sup>46; 47; 48</sup>.

La déperdition de valeur boursière associée à la mise en réserve s'apparente donc à la mise en œuvre, par la société à portefeuille, d'investissements dont le taux de rendement est inférieur au rendement exigé par les actionnaires minoritaires.

Ce n'est pas la rétention des résultats de la société à portefeuille en tant que telle que nous pressentons comme un facteur constitutif à la décote, c'est plutôt l'incertitude quant au bien fondé de son affectation et de son encaissement futur anticipé.

Les sociétés à portefeuille n'arrivent probablement pas elles-mêmes à surmonter leur propre décote. La décote entraîne une augmentation théorique du coût du capital (exprimée en termes de valeur boursière) qui place l'actionnaire de contrôle de la société à portefeuille dans une situation perverse : si son objectif est la maximisation de l'enrichissement des actionnaires minoritaires, il doit trouver des projets d'investissements, financés par la rétention des résultats, d'autant plus rentables que la décote est importante, ce qui est, au mieux, systématiquement impossible et, au pire, risqué <sup>49</sup>. Cet accroissement éventuel de risque pourrait se traduire, à son tour, par une augmentation du coût du capital orientant le cours de bourse, en termes relatifs, à la baisse.

Exprimé différemment, la décote reflète le scepticisme des actionnaires

minoritaires quant à l'utilité optimale des investissements futurs qui seront réalisés par l'actionnaire de contrôle grâce à la rétention des bénéfices futurs anticipés, et, surtout, quant à la possibilité pour ces actionnaires minoritaires d'encaisser, sous forme de dividendes, de la création de richesse affirmée par l'actionnaire de contrôle. Une augmentation de la valeur intrinsèque de la société à portefeuille se répercuterait <sup>50</sup>, dès lors, d'autant plus faiblement sur son propre cours de bourse que la rétention anticipée des résultats futurs anticipés paraît proportionnellement importante <sup>51</sup>. De manière conceptuelle, on pourrait donc interpréter, dans le sillage de ce qui précède, l'évolution de la décote comme la mesure de l'intensité, exprimée par les actionnaires minoritaires, du conflit qui les oppose à l'actionnaire de contrôle <sup>52</sup>, à tout le moins en matière de pertinence du référentiel de mesure de l'enrichissement des actionnaires.

De manière inductive, partant d'une décote existante, en supposant la valeur intrinsèque comme une donnée vérifiable par les actionnaires minoritaires et un taux de dividende inférieur à 100 %, une augmentation (en pourcentage) de la valeur intrinsèque de la société à portefeuille, hors de la portée de l'actionnaire de contrôle, entraînerait une augmentation marginalement croissante de la décote, tandis qu'une baisse de la valeur intrinsèque induirait une baisse marginalement décroissante de la décote, jusqu'à sa disparition si la valeur intrinsèque descend au niveau de la valeur boursière.

Cette considération se défend comme suit : lorsque la valeur intrinsèque augmente et que celle-ci représente une plus-value latente pour les actionnaires minoritaires de la société à portefeuille, alors son encaissement futur sous forme de dividende est d'autant moins immédiat (et donc temporellement certain) que la politique de divi-

dende conduit à ne distribuer qu'une fraction des bénéfices. Il devient, concomitamment, plus probable que la réalisation de cette plus-value latente sera mise en réserve, et donc que son réinvestissement sera effectué de manière discrétionnaire par l'actionnaire de contrôle, renforçant donc le scepticisme des actionnaires minoritaires quant à l'encaissement futur de cette création de richesse, et donc augmentant, en termes relatifs, la décote.

Une modification de l'affectation du résultat, conduisant à la distribution annuelle sous forme de dividende de l'intégralité des bénéfices de la société à portefeuille, devrait pouvoir progressivement gommer - à tout le moins en partie - la décote. Partant d'une décote constatée, l'actionnaire de contrôle de la société à portefeuille pourrait donc atténuer cette dernière en annonçant et en mettant en œuvre une diminution de la rétention future anticipée des résultats. Cette piste de réflexion supposerait qu'une société à portefeuille qui veut se lancer dans de nouveaux projets d'investissement devrait théoriquement se soumettre au jugement des actionnaires minoritaires dans le cadre d'augmentations de capital <sup>53</sup>.

L'adoption de ce modèle de financement (distribution totale des dividendes et appel éventuel au marché) n'est, il est vrai, optimale ni fiscalement (précompte de 15 % ou de 25 %), ni en termes de coûts de transactions (doits d'enregistrement, frais de placement, etc.) <sup>54</sup>. Il priverait aussi la société à portefeuille d'un volant de liquidités pour réaliser rapidement des investissements. Ce modèle ne serait pas non plus toujours applicable, pour, par exemple, des plus-values dégagées suite à l'échange de titres (voir *infra* – aspects comptables) <sup>55</sup>.

Mais, inversement, la décote pénalise un appel au capital et qu'une rétention élevée de résultats est

l'unique moyen actuellement à la disposition des dirigeants des sociétés à portefeuille pour obtenir des liquidités en provenance des actionnaires.

L'idée d'une distribution totale des bénéfices (correspondant donc à un pay-out ratio proche de l'unité) constituerait une rupture avec les politiques de dividendes actuelles des sociétés à portefeuille belges. Les actionnaires de contrôle privilégient une majoration annuelle monotone des dividendes, qui ne sont que partiellement corrélés avec leurs résultats <sup>56</sup>. Ces politiques de dividendes conduisent, lorsque des sociétés à portefeuille dégagent des plus values sur leurs investissements, à n'en redistribuer qu'une quote-part à leurs actionnaires minoritaires <sup>57,58</sup>.

Il faut noter, incidemment, qu'un rachat d'actions propres par les sociétés à portefeuille est préférable, en termes de déperdition fiscale, à une augmentation du taux de dividendes <sup>59</sup>. Certes, un rachat d'actions propres concentre la différence entre

la valeur intrinsèque <sup>60</sup> et le cours de bourse sur les actionnaires résiduels tandis que des dividendes accrus profitent uniformément à tous les actionnaires. Mais il s'agit probablement d'une démarche intermédiaire opportune, encore que les sociétés à portefeuille qui l'ont mise en œuvre n'ont pas toutes constaté de réduction de la décote.

Les conséquences des rachats d'actions propres <sup>61</sup>, apparemment sans grande influence sur la décote (encore qu'on pourrait imaginer que la décote aurait été plus profonde sans ces rachats d'actions), infirment d'ailleurs la pertinence des propositions que nous suggérons.

### Principes comptables

En termes comptables, l'identification de la décote, découlant elle-même d'une évaluation du patrimoine de la société à portefeuille à sa valeur marchande, illustre l'application du principe comptable de réalisation, qui limite la reconnaissance comptable de produits latents (ce qui constitue un des éléments de différenciation entre les valeurs comptable et de marché des participations de la société à portefeuille).

Le principe comptable de réalisation <sup>62</sup> constitue, avec les principes comptables de coût historique et de prudence, le troisième principe comptable d'évaluation. Ce principe comptable précise la chronologie des imputations en compte de résultats. Il a principalement pour objet de déterminer le moment auquel un produit doit être enregistré comptablement, en rattachant ce dernier à un exercice comptable.

L'application du principe comptable de réalisation des produits conduit à l'exigence comptable que seuls les produits réalisés à la date de la clôture comptable pour des entreprises commerciales et industrielles peuvent être imputés en compte de résultats. Une interprétation plus large du principe comptable de réali-

sation est liée non pas au moment de l'imputation des produits en compte de résultats, mais à leur destination, c'est-à-dire à l'affectation de ces produits. Il existe, à cet égard, plusieurs dispositions dans le droit des sociétés belges fixant des limites à la répartition des bénéfices.

La quatrième Directive contient des dispositions qui exigent une affectation spécifique de certains résultats bénéficiaires <sup>63</sup>.

Le principe de réalisation, examiné à l'aune de la décote des sociétés à portefeuille, concerne principalement les plus-values.

Une plus-value constitue l'augmentation de valeur d'un poste d'actif <sup>64</sup>. La plus-value est réalisée lorsqu'il peut en être disposé suite à l'aliénation du bien auquel elle se rapporte <sup>65</sup>. La notion de réalisation de la plus-value implique la liquidation de l'élément investi et la transformation de l'élément réalisé en une autre valeur <sup>66</sup>. La réalisation comptable d'une plus-value est, à l'instar, de l'imputation comptable d'un produit (relatif à un titre à revenus fixes ou variables) en compte de résultats, subordonnée à la reconnaissance d'une créance certaine <sup>67</sup>.

Le droit comptable belge <sup>68</sup> considère donc qu'une plus-value est réalisée lorsque l'actif (passif) qui lui donne naissance quitte le patrimoine bilantiel de l'entreprise, car il existe, à notre interprétation, une possibilité que la valeur de cet actif (passif) fluctue entre la date de la clôture comptable et la date de dénouement de l'opération <sup>69</sup>. Dans le droit comptable belge, une plus-value est, en d'autres termes, constatée à partir du moment où le transfert des risques et des avantages inhérents à la propriété a lieu <sup>70</sup>. Le droit comptable français s'inscrit dans la même logique <sup>71</sup>.

Une plus-value réalisée se distingue d'une plus-value exprimée en ce que cette dernière est évaluée par l'en-



## Droit comptable

treprise dans sa comptabilité, mais qu'elle demeure incorporée à l'avoir<sup>72</sup>. L'échange<sup>73</sup> d'un bien contre un autre entraîne aussi sa réalisation.

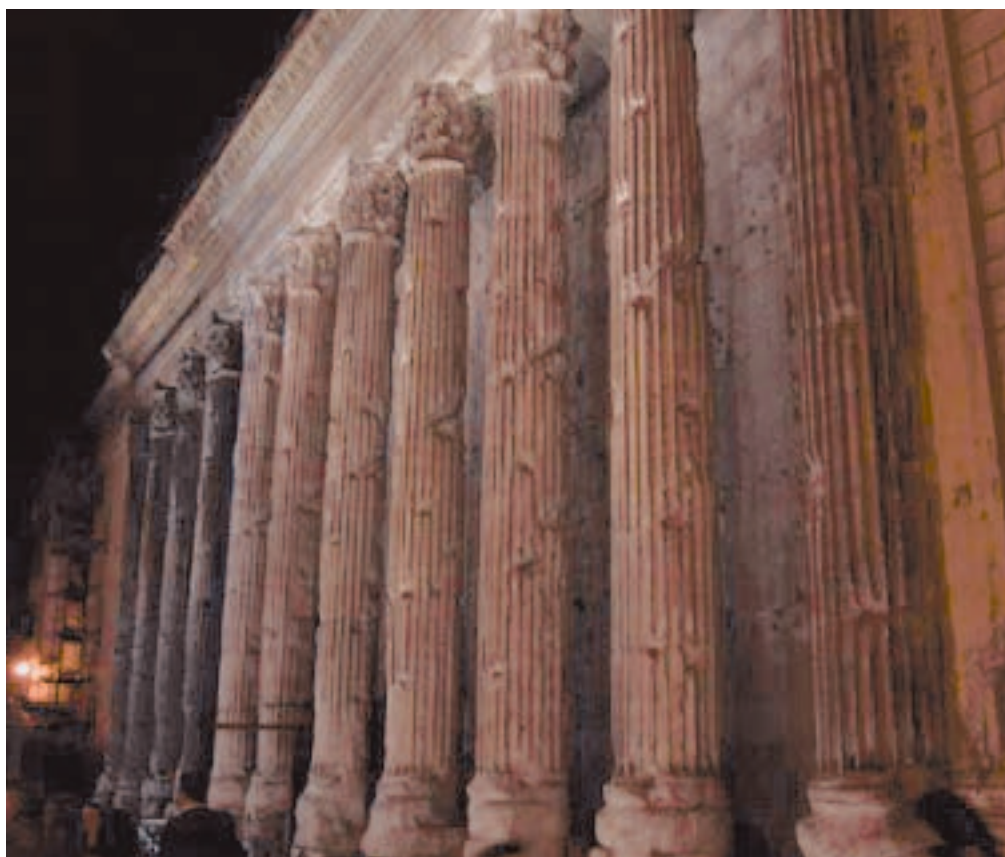
### Un autre référentiel : l'Economic Value Added™

L'examen de la décote des sociétés à portefeuille pose, dans ses fondements, la question de la pertinence des différents référentiels à l'aune desquels le patrimoine de l'entreprise est mesuré. Cette question est fondamentale, car il est malsain que le patrimoine de l'entreprise soit établi selon deux référentiels différents, à savoir un cadre boursier, censé refléter la valeur de négociation des actions de l'entreprise et un cadre comptable établi selon des principes juridiques, désormais dissocié de la valeur de marché de l'entreprise.

L'existence de deux référentiels entame la cohérence de l'information, pourtant indispensable aux opérateurs boursiers et peut entraîner une augmentation du coût du capital.

La valeur comptable, étant établie sur une base historique, perd sa pertinence, son utilité se limitant parfois à établir l'impôt des sociétés et à décider du montant des résultats de l'entreprise devant être distribués sous forme de dividendes, ou, au contraire, être affectés par l'entreprise aux réserves. A cet égard, il ne faut pas perdre de vue que l'objectif de la comptabilité est donc conditionné par la mesure de la capacité des entreprises à honorer leurs engagements financiers et privilégie donc, contrairement aux valeurs boursières, la mesure de l'économie interne de l'entreprise.

La disqualification de la comptabilité à titre d'outil pertinent d'information n'obère, bien sûr, pas son utilité pour une mesure passée des performances. Les données comptables sont certaines, fiables et donc non



contestables. Mais la question n'est pas là : un marché boursier évolutif recherche des équilibres successifs de valeurs reflétant la formation continue et aléatoire d'évaluations boursières. C'est dans cette perspective que les comptes annuels perdent leur pertinence.

Les praticiens le reconnaissent d'ailleurs volontiers : les ratios comptables, largement enseignés dans les écoles de commerce, ne constituent pas des facteurs prédictifs de performance boursière. Ils sont, en outre, obérés par les faiblesses inhérentes aux systèmes comptables (variétés de règles d'évaluation, absence de prise en considération de l'inflation, manque de caractère discriminant selon des critères de risque et de capacité décisionnelle des dirigeants, etc.).

C'est dans ce contexte qu'il faut apprécier l'émergence de nouvelles mesures de création de valeur (ou « value-based management »), progressivement adoptées par des entreprises cotées. Ces méthodes ont

un même objectif commun, à savoir établir un lien entre les données comptables et la valeur boursière de manière à réconcilier ces deux informations sous une forme standardisée.

Il ne s'agit donc pas de remettre en question le rôle central de la valeur boursière, qui reflète le consensus des marchés financiers quant à la valeur réelle des entreprises, mais plutôt de construire des ponts entre des référentiels devenus progressivement dissociés.

Les nouvelles mesures de création de valeur tendent malheureusement, eu égard à l'approche conceptuelle adoptée, à créer un troisième référentiel d'appréciation de la gestion de l'entreprise.

La question qui se pose est donc de savoir si ces mesures de création de valeur, outre l'intérêt que présente leur construction intellectuelle, présentent une valeur ajoutée pour les dirigeants et les actionnaires d'une

entreprise, c'est-à-dire fournissent un contenu informationnel autonome plus pertinent que les données comptables et boursières.

Cette question est, à nouveau, fondamentale dans le domaine boursier. Si ces indicateurs, établis par les dirigeants des entreprises, fournissent une information en contradiction avec l'évolution des cours de bourse, ils ne constituent, au mieux, qu'une donnée inutile ou, au pire, conduisent à réfuter l'hypothèse d'efficience des marchés.

L'efficience des marchés postule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est immédiatement intégré dans le prix de cet actif financier. Si les marchés sont efficients, alors toute mesure alternative de création de valeur actionnariale, différente du cours de bourse, est déjà pondérée, selon un poids qu'elle mérite, dans le cours de bourse et permet, dans le meilleur cas, de faciliter la transmission d'informations en provenance de l'entreprise vers les marchés boursiers.

Dans l'hypothèse de l'efficience des marchés, les mesures alternatives de création de valeur n'ont donc pas de pertinence autonome. Les cercles académiques se penchent d'ailleurs progressivement sur le caractère discriminant de ces mesures alternatives et les premières conclusions vont dans le sens de leur disqualification à titre d'information disposant d'un caractère prédictif sur le rendement boursier et/ou constituant un signal crédible de maximisation de la valeur de l'entreprise.

Il reste utile de se pencher sur un des concepts émergents que constitue l'Economic Value Added (ou EVA) <sup>74</sup>.

L'EVA est basé sur des concepts établis, à savoir que la valeur boursière de l'entreprise est basée sur sa capacité à dégager des flux financiers auxquels est appliqué un taux de rendement exigé par les action-

naires, reflétant lui-même le risque économique et la structure de financement (à savoir la proportion relative des dettes et des fonds propres).

Dans sa version élémentaire, l'EVA se définit comme le profit opérationnel annuel net après impôts (ou NOPAT, en anglais) diminué du financement dont dispose l'entreprise (sous forme de dettes et de fonds propres) multiplié par le coût du capital.

De manière symbolique, l'EVA s'établit comme suit :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Capital} \times \text{coût du capital})$$

L'EVA représente la valeur ajoutée comptable dégagée pendant un exercice par l'entreprise, c'est-à-dire le montant des profits opérationnels duquel est retranchée une charge représentant le coût d'opportunité du capital immobilisé. Il s'agit donc d'un revenu résiduel mesurant le rendement des actionnaires, après compensation du risque supporté par ces derniers. L'EVA est exprimé en montants absolus, et non en pourcentage, comme les principaux ratios comptables. Elle combine des données bilantielles et du compte de résultats.

Si l'EVA d'une entreprise est nulle, cela signifie que les actionnaires ont réalisé un rendement (se situant entre les concepts de rendements comptable et boursier) qui rémunère le risque qu'ils supportent. L'EVA a donc pour objectif d'aligner la mesure des décisions de gestion sur les objectifs des actionnaires.

L'EVA est donc une mesure de performance plus riche que le bénéfice par action (qui occulte le coût du capital associé à ce bénéfice) et que le rendement sur actifs (qui ne prend pas non plus en considération le coût du capital).

Les ingrédients de cette formule méritent quelques éclaircissements.

Le Capital représente la somme des fonds propres et des dettes porteurs d'intérêt, évalués à leur valeur comptable, après quelques ajustements. L'utilisation de la valeur comptable est d'ailleurs contestée par certains auteurs qui postulent – à raison, selon nous – que la valeur de marché (ou boursière) des fonds propres et des dettes est plus pertinente, au motif que le coût du capital n'est pas basé sur des valeurs comptables historiques et, qu'en outre, le titulaire des fonds propres et des dettes de l'entreprise, intervenant sur le marché secondaire, débourse effectivement la valeur de marché de ces instruments.

Le coût du capital intervenant dans la formule de l'EVA est le coût moyen du capital. Il représente une moyenne entre le rendement exigé par les actionnaires et par les créanciers, pondérée par l'importance relative de ces deux moyens de financement, après prise en considération de la déductibilité fiscale des intérêts sur les dettes contractées par l'entreprise. Le coût du capital n'est donc rien d'autre que le «weighted average cost of capital» ou WACC. Le WACC n'est d'ailleurs pas indemne de critiques : il suppose, par exemple, une stabilité temporelle de l'importance des dettes et des fonds propres de l'entreprise, hypothèse rarement vérifiée dans la pratique <sup>75</sup>.

Le NOPAT constitue probablement la seule innovation de la formule. Cette notion représente le profit de l'entreprise, après impôts, mais avant toute charge financière de l'entreprise (intérêts et dividendes).

Le NOPAT peut être raisonnablement approché par le bénéfice après impôts de l'entreprise majoré des charges d'intérêts nets d'impôts (afin de neutraliser l'effet fiscal de l'endettement).

Il se distingue du cash-flow, en ce que les amortissements sont pris en compte dans le NOPAT (au contraire

du cash-flow) au motif qu'il importe de prendre en compte la consommation des actifs corporels immobilisés nécessaires à l'exploitation de l'entreprise. Le NOPAT étant établi avant toute charge de financement ne prend pas en compte la structure financière de l'entreprise, celle-ci étant reflétée dans le coût du capital.

Le NOPAT doit subir une série de retraitements afin de prendre en considération des flux monétaires, non reflétés par les données comptables, afin d'éliminer ces distorsions comptables.

Pour passer des données comptables aux données économiques du NOPAT, plus de 160 ajustements, d'importance variable, sont identifiés. Dans la pratique, les entreprises qui établissent ces données se limitent à prendre en considération une dizaine de correctifs, en fonction du caractère aisé de leur élaboration. Ceux-ci concernent principalement les impôts différés (éliminés au motif qu'ils ne constituent pas des décaissements ou des encaissements), les gains et pertes de change non réalisés, les charges et revenus dont la reconnaissance comptable chevauche deux ou plusieurs exercices comptables, les stocks (corrigés si la méthode FIFO, plus favorable au compte de résultats, est utilisée en période de croissance des prix), les frais de recherche et de développement (dont les charges d'amortissements sont extraites du compte de résultats et dont le montant non-amorti est soustrait du capital), le goodwill (subissant un traitement comparable à celui des frais de recherche et de développement), les provisions (dont le traitement est différencié en fonction du fait qu'elles s'assimilent ou non à des fonds propres), etc.

Le NOPAT élimine aussi du compte de résultats les éléments exceptionnels, non liés aux activités récurrentes de l'entreprise, afin de s'approcher d'un résultat normalisé. Mais, en tout état de cause, le NOPAT n'é-

limine pas les distorsions causées par l'inflation et la structure des actifs. En outre, cette mesure s'accorde mal de comparaisons inter- ou intra-sectorielles, sauf à envisager l'adoption d'un capital normalisé et commun aux entreprises, qui reste à définir.

Comme indiqué ci-dessus, les amortissements ne sont pas rajoutés au résultat comptable, car ils représentent l'utilisation du capital productif. Ce postulat occulte deux difficultés conceptuelles, à savoir la pertinence d'un traitement différencié selon que les amortissements soient relatifs à des immobilisations corporelles ou, au contraire, incorporelles et l'adéquation du rythme des amortissements.

La méthodologie de l'EVA exige donc le recalcul de la charge d'amortissement afin d'enregistrer ces derniers dans la proportion de l'utilisation des actifs immobilisés corporels correspondants. Cet ajustement est, par exemple, nécessaire lorsque les amortissements sont calculés selon un mode dégressif, souvent motivé par des considérations fiscales. Il existe donc plusieurs EVA établies selon les hypothèses de charge d'amortissements économiques.

L'EVA permet peut-être d'aligner partiellement les objectifs des actionnaires et des dirigeants de l'entreprise. Mais cette supposition entraîne une interrogation non résolue, à savoir le degré d'influence des dirigeants sur l'EVA et leur capacité éventuelle à en biaiser la mesure. Si tant est que l'EVA d'une entreprise constitue une mesure fiable de l'efficacité des dirigeants d'une entreprise, il serait difficile à ces derniers de justifier du bien-fondé de leurs performances dans l'hypothèse d'une chute de la valeur boursière. Le seul paramètre financier qui continuera à s'imposer est, à notre estime, la valeur boursière des entreprises, dans des marchés dont l'efficacité s'accroît de manière continue.

Quelle que soit sa pertinence, l'EVA reste d'ailleurs une mesure des performances passées, donc sujette à caution pour indiquer le sens et l'amplitude de variations boursières futures. Différentes études académiques confirment cette considération intuitive et, récemment, l'existence d'une corrélation très faible (44 %) entre l'EVA et la valeur boursière des entreprises qui utilisent cette méthode a été confirmée <sup>76</sup>.

### Conclusions accessoires

Les liens entre l'amplitude de la décote et d'autres facteurs, tels l'importance relative de l'actionnariat de contrôle, l'importance du contrôle des participations de la société à portefeuille lui-même, la liquidité des titres de la société à portefeuille et de ses participations, etc. devraient sans doute être testés.

De manière plus générale, la politique de dividende des entreprises soulève d'autres questions, non abordées dans cette contribution. Au nombre de celles-ci, on peut s'interroger sur le fait de savoir si une politique de dividende conduisant à une prévisibilité de ce dernier ne révèle pas le choix de l'actionnaire de contrôle de dissocier son profil de risque/rentabilité espéré de celui des actionnaires minoritaires, en ce que la stabilisation espérée du cours de bourse, éventuellement obtenue par un flux de dividende prévisible, libère l'actionnaire de contrôle d'une reddition complète de ses performances. Dans le sillage de la question précédente, il serait intéressant d'approfondir l'éventuelle préférence des actionnaires minoritaires pour un flux de dividende prévisible, conduisant à dénaturer le risque associé à la détention d'actions pour dériver ce dernier sur un profil de rendement de nature obligatoire. Une autre question concerne l'horizon de temps au terme duquel l'actionnaire de contrôle encaisse la différence entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière de la société à portefeuille.

 Notes

- <sup>1</sup> Voy., par exemple, DAEMS, H., "The holding company : essays on financial intermediation, concentration and capital market imperfections in the Belgian economy", Leuven, KUL, 1975, XII.
- <sup>2</sup> Pour un examen du concept de holding en Europe, voy. VAN HULLE, C., "On the nature of European Sociétés à portefeuille Groups" International Review of Law and Economics, 1998, n° 18, p. 25 et s.
- <sup>3</sup> SIAENS, A. et WALRAVENS, M, «Valorisation d'un holding : le problème de la décote», Revue de la Banque, juin 1993.
- <sup>4</sup> Une explication, restant à tester, conduirait à avancer que ce phénomène n'est pas étranger au fait que les Sicav, qui constituent, à certains égards, des substituts de véhicules d'épargne aux actions de holdings, se sont popularisées au cours des dernières années. Les Sicav de capitalisation permettent d'éviter la retenue du précompte mobilier.
- <sup>5</sup> Si la décote affecte l'ensemble des entreprises commerciales et industrielles, alors l'interposition d'une société holding entre l'actionnariat de ces entreprises industrielles et commerciales et les actionnaires de la société à portefeuille amplifie théoriquement la décote.
- <sup>6</sup> De manière générale, la diversification a un impact marginal négatif sur la valeur de l'entreprise. Voy. à ce sujet LANG, L. et STULZ, R., "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", Journal of Political Economy, 1994, n° 102, p. 1248 et s. ainsi que BERGER, P. et OFEK, E., "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, 1995, n° 37, p. 39 et s. PRAET avance que, dans le cas belge, "the family-owned firms perform significantly better than the subsidiaries of holding companies." - voy. Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, Avril 2001, mimeo.
- <sup>7</sup> Cet argument, souvent invoqué dans les années quatre-vingt, a perdu en pertinence depuis l'instauration d'un régime fiscal d'immunisation des plus-values sur actions et de RDT favorable, en 1991.
- <sup>8</sup> Cet argument nous semble d'une pertinence réduite. En effet, à périmètre d'endettement identique, l'appel à l'emprunt peut être localisé dans les participations constitutives des actifs de la société à portefeuille.
- PRAET avance que, dans le cas belge, "the evidence available does not indicate that the holding companies create benefits for their subsidiaries through a higher debt capacity." - voy. Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, Avril 2001, mimeo.
- <sup>9</sup> Dans ce sens, voy. BERGER, P. et OFEK, E., "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, 1995, n° 37, p. 39 et s
- <sup>10</sup> Pour qu'un marché soit considéré comme liquide, il faut que deux conditions soient réunies : le marché doit être organisé ou fonctionner de gré à gré régulièrement sur l'initiative d'établissements financiers teneurs de marché qui en assurent les cotations, et le volume de transactions doit être suffisant pour que la cotation ne soit pas influencée par la vente des titres acquis. Voy., à titre de référence réglementaire en Belgique, l'art. 35ter, §2, al. 4 de l'A.R. du 23 septembre 1992 relatif aux comptes annuels des établissements de crédit.
- <sup>11</sup> Voy. BERGER, P. et OFEK, E., op. cit.
- <sup>12</sup> Si un actionnaire tire du contrôle de l'entreprise des avantages financiers et ainsi obtient un partage des richesses générées par l'entreprise non proportionnel à la participation au capital, on parle de privatisation de bénéfices (private benefits).
- <sup>13</sup> Cette étude n'abordait cependant que de manière subsidiaire l'existence d'un actionnaire de contrôle présent dans chacun des holdings considérés. Il est intéressant de noter que différents essais de régression de la décote avec le taux de pay-out conduisent, pour un taux de pay-out de 1, à une décote de l'ordre de 15 %.
- <sup>14</sup> Il est supposé, dans cet article, que la décote est fiable pour des tiers à l'entreprise. La plupart des entreprises cotées soumettent d'ailleurs son calcul à la certification de leur commissaire-réviseur.
- <sup>15</sup> L'utilisation de la valeur boursière de participations pour le calcul de la valeur intrinsèque n'est pas sans susciter des interrogations conceptuelles. En effet, la valeur boursière ne prend en considération ni une prime de contrôle, ni une décote d'illiquidité éventuelle. La valeur intrinsèque peut en être affectée à la hausse ou à la baisse.
- <sup>16</sup> Par contre, pour les sociétés à portefeuille qui poursuivent une stratégie de prise de contrôle dans leurs investissements, la décote de la société à portefeuille annule - à tout le moins pour partie - pour ses actionnaires minoritaires, la valorisation éventuelle des primes de contrôle relatives aux investissements de la société à portefeuille.
- <sup>17</sup> Les OPCVM sont assujettis aux dispositions de l'A.R. du 8 mars 1994 relatif à la comptabilité et aux comptes annuels de certains organismes de placement collectif à nombre variable de parts. De manière plus précise, sont visés par cette réglementation les OPCVM qui investissent dans les catégories de placements visées à l'article 122, § 1er, 1° et 2° de la même loi. L'A.R. du 8 mars 1994 tient compte de la nature particulière des organismes de placement et des exigences spécifiques qui en résultent sur le plan de leur comptabilité et de la communication d'informations aux titulaires de parts. C'est ce qui explique notamment la consécration de la règle d'évaluation de la "fair value" de manière à assurer un lien entre la comptabilité de l'OPCVM et l'inventaire comptable permanent de son patrimoine bilantaire à tenir chaque jour où l'émission ou le rachat de parts a lieu (de manière à calculer mécaniquement leur valeur d'inventaire comptable à prendre en considération lors de chaque émission ou rachat de parts)
- <sup>18</sup> A.R. n° 64 du 10 novembre 1967 organisant le statut des sociétés à portefeuille (M.B. du 14 novembre 1967) et A.R. du 1er septembre 1986 relatif aux comptes annuels et aux comptes consolidés des sociétés à portefeuille (M.B. du 19 décembre 1986) - (Voy. aussi COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIERE, supplément, "Rapport 1990-1991").
- <sup>19</sup> La valeur économique à court terme d'un bien (financier ou non financier, ce qui entraîne des difficultés d'évaluation pour ces derniers) est la valeur actualisée, à la date considérée, des flux nets de trésorerie qui pourront être générés à court terme par le bien considéré, dans son état actuel et dans le contexte global de l'entreprise - APOTHELOZ, B. et STETTLER, A., o.c., p. 194.
- <sup>20</sup> Pour une revue de la littérature sur les trois grandes théories des dividendes (cliente hypothesis, signalling hypothesis et Agency hypothesis) et les principaux tests effectués, voy. BHATTACHARYA, N., « Good managers work more and pay less dividends : A screening model of Dividend Policy », University of British Columbia, Vancouver, Mai 1998, mimeo. Voy. LEASE, R.C. et al., "Dividend policy", Harvard Business School Press, Boston, 2000.
- <sup>21</sup> Les capitaux indirectement conservés par le système du dividende optionnel sont assi-

milés, au prélèvement du précompte mobilier près pour les contribuables qui y sont soumis, à une rétention.

- <sup>22</sup> L'examen des données comptables des 15 principales sociétés holding belges, telles que recensées par le mémento des valeurs, révèle une diminution du taux de pay-out, entre 1995 et 1999, de 44,3 % à 20,5 %. Différentes régressions entre le taux de dividende et la décote confirment, par ailleurs, leur relation inverse, quoique d'une corrélation moyenne.
- <sup>23</sup> Dans le sens de l'existence d'attributs nationaux, consulter LA PORTA, R. *et al.*, « Agency Problems and Dividend Policies around the world », Harvard University et University of Chicago, January 1999, mimeo.
- <sup>24</sup> En Belgique, ce fut, par exemple, le cas de COBEPA aux 31 décembre 1985 et 1990 – voy. COBEPA, Rapport annuel 2000, p. 1.
- <sup>25</sup> Une intéressante compilation d'articles relatifs à la politique de dividende des entreprises est disponible sur le site Internet [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/GHSurvey/dividend\\_pol icy.htm](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/GHSurvey/dividend_pol icy.htm)
- <sup>26</sup> Sur la Bourse d'Euronext-Bruxelles, le principal actionnaire d'une société cotée possède, en moyenne, 39,7% de capital. La part des investisseurs institutionnels est, en moyenne, de l'ordre de 17,1%. Pour un examen de l'actionariat des différentes sociétés belges cotées, voy. VAN WATERSHOOT, J., "Le retour de l'actionariat familial", Bulletin Financier, BBL, juin 2001, n° 2366, p.1 et s.
- <sup>27</sup> PRAET avance que "the discount of the holding companies is often interpreted as an indication of ...shareholder expropriation"- voy. Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, Avril 2001, mimeo. Voy. aussi CHAUVEAU, T. et PHELIZON, C., "OPA : Illustration du rôle disciplinaire du marché par une modélisation explicite des profits privés", CNRS, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, juillet 2000, mimeo.
- <sup>28</sup> Consulter, dans cette perspective, MAURY, B. et PAJUSTE, A., « Controlling Shareholders, Agency problems and Dividend Policy in Finland », Université d'Helsinki, July 23, 2001, mimeo. Voy. aussi GOSHEN, Z., « Shareholder Dividend Options », Yale Law Journal, vol. 104, Janvier 1995, n° 4.
- <sup>29</sup> La traduction de cette expression étant malaisée en français, un conflit d'agence se comprend comme suit : "An agency rela-

tionship is a contract under which the principals engage the agent to perform some service on their behalf, which involves delegating some decision-making authority to the agent. Agent responds to incentives and will not always act in the best interest of the principal". Dans le cas d'une entreprise, "The stockholders are the principals, the manager is the agent, the manager's actions are not fully observable by the stockholders. The manager's interests are not always the same as the stockholders". Selon la théorie de l'agence, si tous les actionnaires reçoivent les mêmes dividendes par action détenue, et que l'actionnaire dirigeant peut augmenter sa richesse en détournant une partie des revenus de l'entreprise sous forme de profits privés, la valeur boursière de cette dernière est une fonction croissante du pourcentage d'actions détenu par les dirigeants. Plus ce pourcentage est important, et plus les problèmes d'agence liés à la séparation de la propriété et du contrôle sont atténués, par l'alignement croissant des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

- <sup>30</sup> Consulter, dans cet axe de recherche, EASTBROOK, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", American Economic Review, September 1984, p. 650 et s. et JENSEN, M., "Agency cost of free cash flow, corporate finance and take-overs", American Economic Review, 76, p. 323 et s. Consulter aussi BURKART, M. *et al.*, "Large shareholders, Monitoring and The Value of the Firm", The Quarterly Journal of Economics, 1997, Août, p. 693 et s.
- <sup>31</sup> Le "corporate governance" ou "gouvernement d'entreprise" qui est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées rassemble des règles à la frontière entre le droit et l'économie touchant les entreprises, en particulier les grandes entreprises et les entreprises cotées. Le rapport anglais CADBURY en 1992 fut le premier en Europe à émettre des règles de bonnes pratiques en matière de "corporate governance", suivi par la France avec le rapport VIENOT en 1995 (Pour un aperçu complet des commissions et des recommandations de "corporate governance" à travers le monde, consulter le site Internet <http://www.ecgn.org> ). En Belgique, deux institutions ont émis des recommandations en matière de "corporate governance". LA COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIERE, d'une part, s'est attachée particulièrement à l'organisation de la communication

externe des sociétés cotées en matière de "corporate governance", tandis que LA BOURSE DE BRUXELLES («Brussels Exchanges, BXS», désormais fusionnée au sein de Euronext sous le nom D'EURONEXT BRUSSELS ) a mis sur pied une commission de "corporate governance" qui a établi une série de recommandations de fond. Les deux institutions ont publié leurs recommandations dans une brochure commune. On rassemble sous le vocable "corporate governance" des aspects aussi divers que la répartition des rôles et responsabilités entre les différentes parties et organes de gestion des entreprises : actionnaires - conseil d'administration - comité de direction, la transparence de l'actionariat, la communication financière. Voy. aussi MAEDER, R. in "Introduction – La comptabilité à l'heure du gouvernement d'entreprise", Revue Française de Gestion, Fondation Nationale pour l'enseignement de la gestion des entreprises, n° 121, novembre-décembre 1998, p. 80. Voy. aussi CATS, J.-F. et DE SAMBLANX, M.J., "Le réviseur d'entreprises et le corporate governance", Reflets & Perspective de la vie économique, De Boeck Université, t. XXXVII, 3ème trimestre 1998-3, p. 59 et s.

- <sup>32</sup> Le rôle d'un actionnaire de contrôle sur les exigences de corporate governance fait l'objet d'études académiques aux conclusions diverses, voy. HOLDERNESSE, C.G. et DENNIS P., "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : An Exploratory Analysis", Journal of Financial Economics, 1988, n° 20, p. 317 et s., ZECKHAUSER, R.J. et POUND, J., "Are Large Shareholders Effective monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in Asymmetric Information", Corporate Finance and Investment, 1990, Chicago, University of Chicago Press, MCCONNELL, J.J. et SERVAES, H., "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, Journal of Financial Economics, 1990, n° 27, p. 595 et s.
- <sup>33</sup> Dans un environnement financier pur et parfait, où il n'y a ni fiscalité ni coûts de transaction, la richesse des actionnaires reste la même, quelle que soit la politique de dividende adoptée. Dans un environnement réel, il existe des frictions qui entraînent que les politiques de dividendes peuvent avoir un impact sur la richesse des actionnaires. Ces imperfections comprennent notamment la fiscalité, les coûts du financement externe et le contenu informa-

tionnel des dividendes. En 1973, BLACK et SCHOLLES, en se fondant sur la théorie des options, démontrent que la première proposition de MODIGLIANI et MILLER en l'absence d'impôt pourrait être étendue à l'hypothèse des dettes risquées. La valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière. Le montant des dettes ne modifie pas la valeur globale de l'entreprise mais seulement la répartition entre la valeur des dettes et celle des actions. Une augmentation de l'endettement, la valeur de l'entreprise restant constante, accroît le risque de faillite et réduit la valeur de marché des autres titres.

<sup>34</sup> Voy. la proposition 2.

<sup>35</sup> Gordon défend que "...The expected stream of future dividends will be discounted at a lower rate than expected capital gains", voy. GORDON, M. J., "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, 1959, n° 41, p. 99 et s.

<sup>36</sup> Voy. H. MOZES and D. RAPACCIOLI, "The relation among dividend policy, firm size, and the information content of earnings announcements", *The Journal of Financial Research*, 1995, 18 (1), p. 75 et s.

<sup>37</sup> Voy., parmi de nombreuses références, BHATTACHARYA, S., « Imperfect Information, dividend policy and the bird in the hand fallacy », *Bell Journal of Economics*, 1979, 10, p. 259 et s. Voy. aussi AHARONY, J., and SWARY, I., "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 1980, Mars, p.1 et s., KWAN, C., "Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1981, Juin, p. 193 et s. et ROSS, S., WESTERFIELD, R. et JAFFE, J., "Corporate Finance", 1988, p. 478, 479 et 482.

<sup>38</sup> HART, O., "Firms, contracts and Financial Structure", 1995, London Oxford University Press et LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 1997, n° 52.

<sup>39</sup> L'actionnaire de contrôle disposant souvent d'une majorité de fait en matière de pouvoir total, cette hypothèse peut paraître fragile. L'opposition des actionnaires à long terme mettrait cependant en péril le fondement de la société et obérerait tout appel au marché des capitaux.

<sup>40</sup> Cette hypothèse entraîne incidemment la question de savoir comment "se termine la

vie d'un holding". A l'exception d'une liquidation progressive des actifs suivie de sa répartition aux actionnaires – ce qui constitue un cas peu probable –, il n'existe pas de garantie, sauf une décision de l'actionnariat de contrôle, que les actionnaires minoritaires encaissent la valeur intrinsèque.

<sup>41</sup> La valeur intrinsèque constitue la mesure patrimoniale pertinente pour l'actionnaire de contrôle tandis que la valeur boursière établit la mesure patrimoniale pertinente pour l'actionnaire minoritaire. Cette proposition ne signifie pas que si l'actionnaire majoritaire veut racheter les titres des minoritaires, il peut se contenter de les reprendre à la valeur boursière. Au contraire, ne doit-il pas les reprendre à la valeur qui est pertinente pour lui, soit la valeur patrimoniale.

<sup>42</sup> Cette constatation est d'ailleurs reflétée dans les méthodes de valorisation d'actions. L'évaluation d'une action, par un investisseur minoritaire, procède d'une actualisation d'un flux de dividendes tandis qu'un actionnaire de contrôle appliquera une actualisation des « free cash-flows », normalement plus élevés que les dividendes, au motif qu'il contrôlera la disponibilité des liquidités dégagées par l'entreprise qu'il contrôle (Voy., dans cette perspective, AGRAWAL, A. et JAYARAMA, N., « The Dividend policies of all-equity firms : A direct test of the free cash flow theory », *Managerial and Decisions Economics*, vol. 15, 1984, p. 139 et s.). Théoriquement et toutes choses restant égales, ces deux modes d'évaluation devraient conduire à la même valeur. Pratiquement, la méthode des « free cash flows » conduit à une valorisation supérieure reflétant le contrôle discrétionnaire des liquidités générées par l'entreprise, contribuant conceptuellement à l'existence d'une prime de contrôle.

<sup>43</sup> L'efficacité des marchés postule que l'ensemble des informations disponibles concernant une action est immédiatement intégré dans le prix de cette action. Si les marchés sont efficaces, alors la valeur intrinsèque, différente du cours de bourse, est pondérée dans le cours de bourse. ROSS, S., *et al.* définissent un marché efficace à titre de marché "in which stock prices fully reflect available information". Pour une étude des nuances et de différentes formes d'efficacité, voy. ROSS S., WESTERFIELD R. et JAFFE J., "Corporate Finance", quatrième édition, Irwin, Chicago, 1996, p. 335 et s. ainsi que BREALEY, R. et MYERS, S.,

"Principles of Corporate Finance", quatrième édition, MC Graw Hill, 1991, p. 257 et s.

<sup>44</sup> ou "hurdle rate" dans la littérature financière anglo-saxonne.

<sup>45</sup> En outre, sur l'asymétrie d'information entre un actionnaire de contrôle et un investisseur minoritaire, se greffe une différence essentielle d'horizon d'investissement, par essence, plus long en moyenne pour l'actionnaire de contrôle que pour l'actionnaire minoritaire. L'horizon d'investissement des actifs de la société à portefeuille est, quant à lui, sous le contrôle exclusif de l'actionnaire de contrôle.

<sup>46</sup> Cette destruction de valeur conduit probablement à différer dans le temps la constatation du rendement, sur le cours de bourse, des investissements réalisés grâce à la mise en réserve des résultats. C'est l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minoritaires dont l'horizon d'investissement correspond à celui de l'actionnaire de contrôle qui devraient l'encaisser ultérieurement, raison légitime et opportune pour laquelle de nombreux dirigeants de holdings encouragent la fidélité de leur actionnariat minoritaire.

<sup>47</sup> Dans l'interprétation du taux de dividende comme un signal de conflit entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, voy. GUGLER, K.P. et YURTOGLU, B.B., « Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany », Université de Vienne, Document de recherche présenté au Congrès de 2001 de l'EFA.

<sup>48</sup> La décote peut être mise en parallèle, *mutatis mutandis*, avec la théorie du ratio "q" de Tobin. Cette dernière suggère que les entreprises procèdent à des investissements tant et aussi longtemps que leur capitalisation boursière est supérieure au coût de remplacement de leurs actifs. Voy. EVANS, J.P. et GENTRY, J.A., "Using Tobin's Q Ratio To Assess the Strategy of Repurchasing Shares", Department of Finance and Banking, School of Economics and Finance, Curtin University of Technology, Australia.

<sup>49</sup> Consulter, dans ce sens, GORDON, M. J., "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, 1959, n° 41, p. 99 et s.

<sup>50</sup> Cette relation s'exprimant à invariabilité des facteurs, en supposant, dans cette proposition 3, que la valeur intrinsèque est le seul facteur influençant le cours de bourse.

<sup>51</sup> Sur base de l'analyse confidentielle des données relative à un holding, il apparaît

que l'accroissement de la valeur intrinsèque n'est reflété que pour une fraction dans le cours de bourse, comme si les actionnaires doutaient, de manière croissante, de son encaissement futur sous forme de dividendes. Une baisse de la valeur intrinsèque a, par contre, un impact négatif plus significatif sur le cours de bourse, comme si les actionnaires exprimaient, comme pour les hausses de la valeur intrinsèque, mais avec une prudence renforcée la déperdition de la valeur intrinsèque. Cette hypothèse est cohérente avec l'attitude intuitive d'un actionnaire prudent (donc sceptique) qui accorde plus de crédibilité à une déperdition qu'à une hausse de valeur. Par ailleurs, l'élasticité (c'est-à-dire la sensibilité relative) de la décote à une hausse de la valeur intrinsèque est supérieure à l'élasticité à la baisse.

<sup>52</sup> Une rapide revue de la littérature révèle des résultats mitigés quant à la teneur d'un lien entre la politique de dividende et un conflit d'agence entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprises. Différentes contributions supportent ce lien, à savoir, par exemple, DHILLON, UPINDER S., and JOHNSON, HERB. "The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices." *Journal Of Finance* 49, n° 1 (March 1994): p. 281-289, LANG, LARRY H. P., and LITZENBERGER, ROBERT H. "Dividend Announcements - Cash Flow Signalling vs. Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics* 24 (1989): p. 181-191 et SMITH, CLIFFORD W. JR, and WATTS, ROSS L. "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies." *Journal of Financial Economics* 32 (1992): p. 263-292. D'autres recherches, par contre, sont plus réservées à ce sujet : Voy., par exemple, BERNHEIM, B. DOUGLAS, and WANTZ, ADAM. "A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis." *American Economic Review* 85, n° 3 (June 1995): p. 532-551, CHRISTIE, WILLIAM G. "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of All." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, n° 3 (September 1994): p. 459-480, DENIS, DAVID J., DENIS, DIANE K., and SARIN, ATULYA. "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clientele." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, n° 4 (December 1994): p. 567-587, LITZENBERGER, ROBERT H. and KRISHNA RAMASWAMY, 1979, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on

Capital Asset Prices", *Journal of Financial Economics*, 7, p. 163- 195 et YOON, PYUNG SIG, and STARKS, LAURA T. "Signalling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements." *Review of Financial Studies* 8, n° 4 (December 1995): p. 995-1018. Voy. aussi MYERS, S., and MAJLUF, N., "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, p. 187 et s.

<sup>53</sup> Dans ce sens, voy. ROZEFF, M.S., "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend pay-out ratios", *Journal of Financial Research*, Fall 1982, p. 249 et s., EASTERBROOK, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review*, September 1984, p. 650 et s.

<sup>54</sup> Consulter, dans ce cadre, MODIGLIANI, FRANCO and MERTON H. MILLER, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, 1958, 48, p. 261 et s.

<sup>55</sup> De manière générale, la mise en œuvre d'une politique de dividende calquée sur les résultats de la société à portefeuille n'assure cependant pas une concomitance entre la croissance éventuelle de la valeur intrinsèque de la société à portefeuille et son reflet immédiat sous forme d'un résultat comptable net. En effet, les principes comptables belges établissent un filtre entre les plus-values latentes constatées sur les actifs de la société à portefeuille et leur réalisation comptable, concrétisée par un accroissement des revenus comptables.

Voy., parmi de nombreuses sources, DUTTA, S. et ZHANG, X.-J., "Revenue Recognition in a Multiperiod Agency Setting", Haas School of Business, University of California, à publier dans le *Journal of Accounting Research*. Voy. aussi COLMANT, B., "Le droit comptable belge applicable aux instruments financiers", Bruxelles, Larcier, 2001.

<sup>56</sup> Voy. LINTNER, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review*", May 1956, p. 97 et s.

<sup>57</sup> Voy., dans cette perspective, AGRAWAL, A. et JAYARAMA, N., « The Dividend policies of all-equity firms : A direct test of the free cash flow theory », *Managerial and Decisions Economics*, vol. 15, 1984, p. 139 et s. Voy. aussi MILLER, MERTON H. and KEVIN ROCK, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 1985, p. 40, p.1031 et s. et BRENNAN, M. J. and ANJAN V. T., "Shareholder Preferences and

Dividend Policy", *Journal of Finance*, 1990, n° 45, p. 993 et s.

<sup>58</sup> On note, incidemment que l'altération des aléas des associés à la détention d'une action (dont la variabilité théorique des dividendes) conduisait pour les dirigeants d'une entreprise, à rapprocher le flux de dividende d'un flux d'intérêts obligataires indexé, ne semble pas entraîner de diminution de coût du capital exigé par les actionnaires minoritaires, ainsi que le démontre l'accroissement de la décote des holdings.

<sup>59</sup> Eu égard à l'évitement de la retenue du précompte mobilier. Voy. aussi, dans ce cadre, CHOI, D. and CHEN, S., "The differential information conveyed by share repurchase tender offers and dividend increases", *The Journal of Financial Research*, 1997, n° 20, p. 529 et s.

<sup>60</sup> Si les dirigeants d'une entreprise détiennent un faible pourcentage du capital, l'accroissement de leur participation accroît la valeur de la firme, mais au fur et à mesure que leur niveau de participation augmente, tout accroissement de cette dernière réduit la valeur de la firme - voy. MORCK R., SHLEIFER A., et VISHNY, R., "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, n° 20, p 293 et s.

<sup>61</sup> Les causes de ce phénomène restent obscures : Le rachat d'actions propres n'aurait-il été perçu que comme un effet d'aubaine ayant essentiellement bénéficié aux actionnaires (autres que l'actionnaire de contrôle) qui souhaitent se délester de positions illiquides ? Son effet sur la décote est-il atténué parce qu'il ne s'agit pas d'une politique continue de la société à portefeuille ? Est-ce que, paradoxalement, les actionnaires interpréteraient le moment du rachat d'actions propres comme un signal que la décote a atteint un plafond et que sa résorption est envisagée (ce qui pousserait les actionnaires minoritaires à percevoir le rachat d'actions propres comme l'expression d'un conflit d'intérêt avec l'actionnaire de contrôle) ? Il est difficile d'apporter une réponse sans équivoque à ces interrogations.

<sup>62</sup> A noter que le principe comptable de réalisation revêt, dans la normalisation comptable américaine et dans les normes IAS, une interprétation différente que celle retenue dans la réglementation comptable belge. Dans la normalisation comptable américaine, ce principe comptable est lié à la notion de probabilité d'avantage économique futur. Selon

la norme CON 5, les produits peuvent donc être comptabilisés que lorsqu'ils sont réalisés ou réalisables. A la différence du droit comptable belge, un produit réalisable peut, moyennant le respect de certaines conditions, être reconnu en compte de résultats alors que le droit comptable belge exige que le produit soit réalisé, cette dernière situation étant confirmée par la constatation d'une créance certaine. Quatre critères doivent être respectés dans la normalisation comptable américaine pour considérer qu'un produit est réalisé et répond aux conditions de comptabilisation :

- il doit exister une preuve convaincante de l'accord entre parties
- le produit doit être livré ou le service rendu
- le prix doit être fixé de façon définitive ou doit être déterminable
- et le recouvrement de la créance doit être assuré de manière raisonnable.

<sup>63</sup> Voy. les art. 33(2)(c), 34(1)(b) et 37(1) de la quatrième Directive. Voy. WHINNEY MURRAY ERNST & ERNST, « The fourth Directive », London, Kluwer Publishing, 1978, p. 13.

<sup>64</sup> WIBAULT, H., "L'évolution de la notion de revenu imposable en droit fiscal belge", Bruxelles, Bruylant, 1965, p. 51 et REYNAERTS, P., "Le régime des plus-values à l'impôt des sociétés", Bibliothèque de l'Ecole Supérieure des Sciences Fiscales, Bruxelles, Bruylant, 1989, p. 66. Voy. aussi WILMART, J., "Syllabus du régime actuel des plus-values", J.P.D.F., 1965, p. 5.

<sup>65</sup> Cass., 9 février 1960, B.C., n° 366, p. 1119.

<sup>66</sup> Gand, 18 mars 1958, J.P.D.F., 1958, p. 123.

<sup>67</sup> Sauf cas de l'échange, voy. infra.

<sup>68</sup> Le droit comptable français s'inscrit dans une logique comptable comparable, l'art. 15 du Code de commerce français disposant que "Seuls les bénéfices réalisés à la clôture d'un exercice peuvent être inscrits dans les comptes annuels".

<sup>69</sup> Voy. aussi le point 322-2 du chap. 1 du Titre III de l'Avis 98-13 du 17 décembre du Conseil National de la Comptabilité (France) relatif à la réécriture du Plan Comptable Général (disponible sur le site Internet <http://www.finances.gouv.fr>) qui indique que "La plus-value constatée entre la valeur comptable d'un bien et sa valeur d'entrée n'est pas comptabilisée".

<sup>70</sup> Cette interprétation a été confirmée par l'Exposé des Motifs de la proposition de la Commission Européenne d'amendement à la quatrième Directive du 24 février 2000 qui indique que : "La réalisation des bénéfices inscrits au compte de profits et pertes découle obligatoirement d'un achat ou d'une vente". Voy. aussi CNC, "Comptabilisation et valorisation des stocks", Bulletin, n° 36, novembre 1996, p. 5.

<sup>71</sup> Voy. BERNHEIM, Y., "L'essentiel des US GAAP", seconde édition, Paris, Mazars et Guérard, 1999, p. 80.

<sup>72</sup> Cass., 9 février 1960, J.P.D.F., 1961, p. 285.

<sup>73</sup> Le C.civ. contient un titre VII consacré à l'échange (art. 1702 à 1707). En vertu de l'art. 1703 C.civ., l'échange est un contrat par lequel les parties se donnent respective-

ment une chose pour une autre; il est conclu par le seul consentement des parties, le C.civ opérant un renvoi aux règles du contrat de vente.

<sup>74</sup> Cette notion fut imaginée en 1982, et ensuite largement médiatisée par Bennett Stewart, transfuge d'un cabinet de consultance renommé, ayant désormais créé sa propre entreprise.

<sup>75</sup> Le calcul du WACC n'est pas une démarche facile, car il impose de quantifier précisément le rendement attendu par les actionnaires. Différents outils conceptuels existent, mais aucune certitude ne peut être avancée dans ce domaine. Autant les praticiens que les chercheurs académiques restent d'ailleurs perplexes devant la forte sensibilité de l'EVA aux différentes estimations du coût du capital.

<sup>76</sup> La recherche académique n'a d'ailleurs jamais identifié de critère unique permettant d'anticiper de manière fiable les performances boursières d'une entreprise. Une telle découverte serait, du reste, contradictoire avec la théorie de la « marche au hasard » (ou « random walk ») des cours de bourse. L'EVA ne complète donc pas, ni ne se substitue, à la valeur boursière.