

Plus de transparence, c'est-à-dire une information plus fluide et de meilleure qualité pour les actionnaires, crée-t-elle de la valeur pour l'entreprise ? Oui, si elle conduit à une meilleure gestion. Non, ou pas toujours, si elle se contente de mieux informer sur les risques de l'entreprise.

Plus de **transparence** signifie-t-il plus de **valeur** pour l'entreprise ?

François Meunier, directeur financier de Coface, membre de la Sfev

La question peut sembler provocante : qui se risquerait aujourd'hui, dans le débat sur la gouvernance d'entreprise, à nier que la transparence est une condition de base d'une bonne gouvernance ? En informant mieux les actionnaires, on préserve leurs intérêts, avant tout financiers. Il serait curieux que l'exigence de transparence pénalise la valeur de l'entreprise. Et pourtant, c'est ce lien entre transparence et valorisation qu'on se permet de questionner.

Les arguments en sa faveur sont puissants

On en retient deux.

- D'abord, une entreprise transparente fournit une information plus riche et de meilleure qualité aux actionnaires et, au-delà, à ses parties prenantes : créanciers, salariés, fournisseurs et clients. Elle évite ce que les économistes appellent des asymétries d'information : perceptions différentes sur la nature du projet et sur la conduite des affaires. Ainsi, elle aide les tiers à mieux identifier les risques. Elle permet donc à l'entreprise un meilleur accès aux sources de capital, dette ou fonds propres, mais aussi à ses clients, à ses fournisseurs et au marché du travail. Selon ce premier argument, le coût du capital diminue parce que l'investisseur a une meilleure visibilité sur les risques, ce qui le convainc d'accepter des primes de risque réduites. De la même façon, fournisseurs et clients acceptent plus facilement des termes de paiement moins favorables ; le salarié est plus enclin à rejoindre l'entreprise..., autant de facteurs qui valorisent l'entreprise et donc bénéficient à l'actionnaire.

Ce premier argument a une conséquence intéressante. Il est bien connu que dans une entreprise au capital ouvert avec un actionnaire de contrôle, les actions des actionnaires minoritaires subissent une décote. Celle-ci obéit à la

même logique¹ : faute d'une information complète, les minoritaires mesurent mal les risques de captation du profit par le majoritaire. Ils sont sur leur garde et n'achètent l'action qu'à un cours décoté. Ici, la transparence entre actionnaires, voulue de façon croissante par le droit boursier, tend à réduire la décote. Qu'on soit important ou pas au capital de l'entreprise, on dispose d'une égale information. Le majoritaire continue à contrôler le cash-flow, mais ses opportunités de détournement se réduisent si son contrôle s'exerce à ciel ouvert.

- Le second argument tient à un effet discipline ou *check and balances*, qui s'applique à l'entreprise quand elle s'organise sous forme d'une société de capitaux avec actionariat large. Une information vérifiée par des tiers est a priori une information de meilleure qualité. L'entreprise sous contrainte de transparence doit investir dans des systèmes d'information plus performants. Le management dispose ainsi d'une connaissance meilleure et plus rapide sur la marche des affaires et sur les risques encourus. On peut espérer que cela améliore sa gestion. Là encore, l'entreprise acquiert de la valeur.

Un facteur transparence

Et pourtant ! Si ce lien positif entre transparence et valorisation était vraiment attesté, l'évaluateur serait contraint d'introduire toujours le facteur transparence dans son estimation. S'il ne le fait pas, c'est parce que ce facteur est particulièrement fuyant. Pour trois raisons :

L'élément coût

Produire et diffuser l'information coûte cher. Comme tout investissement qui joue sur la valeur de l'entreprise, la transparence procède d'un calcul économique. Dans cette approche, un « excès » de transparence se définira comme toute dépense au titre de l'information externe qui pénalise les profits de l'entreprise (avec une vision à long terme, si on veut prendre en compte les bénéfices apportés par une discipline accrue).

La prime de risque

La deuxième raison relève de la théorie de l'évaluation : même si la transparence apporte de la valeur, l'évaluateur doit-il la prendre en compte au travers d'un taux d'actualisation moins fort ? Pas forcément. Selon la théorie de l'évaluation des actifs financiers, on peut soutenir que la plus ou moins bonne transparence est un trait spécifique à l'entreprise et donc "diversifiable"². Des entreprises sont plus ou moins transparentes, comme elles ont un management plus ou moins bon. Les flux de trésorerie futurs de l'entreprise transparente sont peut-être plus faciles à identifier ; ils sont plus élevés si l'effet discipline joue, mais ils n'exigent pas pour autant un taux d'actualisation moins fort.

Pourtant, si les entreprises diffusent collectivement une meilleure information, il est incontestable que le risque de l'investisseur se réduit et donc que les marchés des actions et des obligations se revalorisent. Y a-t-il contradiction ? Non. La

¹ Lire à ce propos l'article de Daniel Hagge : "Evaluation de participations minoritaires", en p. XX.

² Dans un marché financier ouvert, les primes de risque d'une entreprise particulière n'ont pas à prendre en compte un élément que le jeu de la diversification fait disparaître.

transparence réduit non seulement le risque spécifique (qui est gratuit) mais parfois aussi le risque systématique, non diversifiable et qui touche, lui, à la prime de risque. On voit la nature de bien public de la transparence, qui explique que les améliorations en la matière viennent en général de la réglementation et non du jeu spontané des contrats privés.

Du coup, même les entreprises non transparentes profitent des dispositions qui favorisent la transparence. On aurait là une explication du fait, *a priori* paradoxal, que les plus grands scandales en matière de gouvernance d'entreprise adviennent sur des entreprises cotées, comme en témoignent les Worldcom, Enron ou Parmalat. Ce sont pourtant les entreprises les plus soumises à contraintes de vérification et de publication de chiffres. Précisément, le dérapage tient au fait que s'agissant d'entreprises cotées, l'investisseur ou le partenaire commercial ont une sorte d'assurance que les règles sont respectées. Ils s'engagent avec moins de prudence que s'il s'agissait d'investir ou de contracter avec une entreprise non cotée.

L'information est à double face

La troisième raison tient au fait que l'information se laisse difficilement canaliser, vers ses destinataires comme dans son contenu.

- Vers ses destinataires d'abord : informer les actionnaires implique souvent (toujours, pour une société cotée) informer également les créanciers, les fournisseurs, les salariés, le fisc, les concurrents, le public en général... Le fournisseur sera plus dur sur ses prix et le salarié négociera mieux son salaire, s'ils connaissent la bonne situation financière de l'entreprise ; le concurrent ajustera son prix s'il connaît les marges. La dissymétrie qui pèse sur le fisc dans l'établissement de l'impôt (on révèle les pertes ; on cache les profits) décroît. Tous facteurs qui jouent contre la valeur des actions³. On retrouve ici le débat sur l'information des actionnaires plutôt que celle de l'ensemble des parties prenantes, avec l'opposition classique entre l'intérêt "actionnarial" de l'entreprise, dans une tradition très anglo-saxonne, et son intérêt "social", davantage en œuvre en Europe continentale. Il est connu par exemple que les Etats-Unis ont la législation la plus contraignante en matière d'information lorsqu'il s'agit d'une société cotée. Les documents de "disclosure" imposés par la SEC, autorité boursière américaine, sont épais comme des annuaires. En revanche, quasiment aucune obligation d'information ne pèse sur l'entreprise si elle est "privée". Aucun système, comme en Europe, de dépôt légal des bilans. C'est le signe d'un droit commercial centré fortement sur la défense des actionnaires et sur leur conflit possible avec les managers, et moins préoccupé des intérêts des autres ayant droits, tel le fournisseur intéressé à connaître la solvabilité de son client ou le salarié menacé dans son emploi. Le droit et la pratique sociale en Europe mettent davantage en avant les conflits potentiels avec ces autres parties prenantes.

³ La position des créanciers est plus complexe et permet de revenir sur l'argument précédent. Imaginons une entreprise avec un actionnaire unique et parfaitement informé qui, tout à coup, rend accessible une information de meilleure qualité à ses créanciers obligataires déjà présents. Ces derniers bénéficient d'une visibilité meilleure sur la protection de leurs droits. S'il s'ensuit une baisse de la prime de risque, la valeur financière de la dette s'accroît. Comme rien n'a changé sur les flux de trésorerie, la valeur de l'entreprise reste identique. Par soustraction, la valeur financière des actions devrait-elle se réduire ? Si on répond négativement, on doit logiquement conclure que la transparence n'affecte pas les primes de risque, obligataire ou actions.

Comparons deux législations récentes, Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis et loi sur la sécurité financière en France, dont l'origine et les objectifs annoncés sont très similaires. Sarbanes-Oxley ne s'applique qu'aux sociétés cotées ; la LSF, peut-être imprudemment, impose son article L117 (qui fait obligation d'établir un rapport sur les procédures de contrôle interne et l'organisation des travaux du conseil d'administration) à toute société, cotée ou non. Que ce soit via le rapport annuel aux actionnaires ou le dépôt légal, cela devient en pratique une information publique.

Certains tiers de confiance, commissaires aux comptes ou agences de notation, aident à faire le pont entre information publique et information privée, en permettant d'éviter une diffusion trop large. Mais ce substitut manque aujourd'hui encore d'efficacité.

- Vient pour finir la question du contenu de l'information. Etant un bien stratégique, l'information est à double face. Pour une entreprise, informer sur ses marges rassure sur sa solvabilité, mais révèle ses coûts de production. En matière de risques opérationnels (qu'on pense à un risque environnemental !), l'information est vitale pour un management et un actionnaire de contrôle ; elle est forcément plus complexe à manier, requiert élaboration et prend même un tour politique, lorsqu'elle doit être diffusée à un public plus large.

Le clair obscur sied-il aux affaires ?

Le monde des affaires nécessite à la fois de la transparence et de l'opacité. La transparence est un souhait de l'entreprise quand elle cherche à faire connaître ses produits et son catalogue de prix. La preuve : elle paie pour sa publicité. A l'autre extrême, elle cherche à cacher le plus possible ses savoir-faire, l'organisation de sa production ou le nom de ses clients. La transparence, qui est un des attributs de la bonne gouvernance, n'est pas bonne systématiquement. Cette ambivalence n'est pas toujours bien perçue dans le débat public sur le sujet.

Certains des risques encourus par l'entreprise sont le propre du risque d'entreprendre. Les rendre publics ne les fait pas forcément diminuer ou n'aide pas à leur prévention. Il y a toujours, dans les contrats explicites ou implicites qui lient les parties prenantes de l'entreprise, un acte de confiance dans le management ou dans les actionnaires dominants pour qu'ils gèrent au mieux les intérêts qu'on y met. Poussant au paradoxe, la meilleure façon de ne pas faire subir aux autres le risque d'entreprise, c'est de ne pas créer d'entreprise. Il est bon que la transparence rende le flacon transparent ; il ne faut pas qu'elle le vide !

Le projet d'entreprise provient souvent d'une opportunité à saisir : exploiter une rente, un atout technique, une anomalie tarifaire ou réglementaire. Un monde immédiatement et pleinement informé permet certes, nous dit la théorie financière, d'obtenir plus rapidement des prix d'équilibre et donc une allocation efficace des ressources. Mais il inhibe les projets d'entreprise qui précisément se glissent dans

les interstices⁴. On retrouve la problématique du marché efficient, modèle mouvant, constamment approché mais jamais réalisé, du fonctionnement des marchés financiers. L'économiste Vickrey doit son prix Nobel au fait d'avoir démontré que les entreprises soumises à une complète transparence dans les appels d'offres (enchères à enveloppes ouvertes) répugnent dans certains cas à révéler leur vrai prix et se retirent du marché. L'enchère fermée permet souvent un prix optimal.

Au total, pour l'évaluateur, le facteur transparence est bien difficile à introduire. Par sympathie pour une approche ouverte, on peut présumer que la règle "transparente" est meilleure que la règle "opaque", mais de trop nombreux cas font exception.

⁴ La méthode d'évaluation des entreprises par les options réelles, branche en fort développement de la théorie financière, prend mieux en compte cette réalité (même si elle n'aboutit pas à des règles facilement applicables). L'incertitude ouvre d'une certaine manière davantage de possibilités au dirigeant et la volatilité donne de la valeur aux actions, quand celles-ci sont vues comme des options d'achat sur le cash-flow de l'entreprise.