

COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIERE

Contrôle de l'information financière
et des marchés d'instruments financiers

Etudes et documents : n° 7
Janvier 1999

Quelle transparence pour le portefeuille-titres

65 % des sociétés de l'échantillon publient la composition de leur portefeuille-titres

41 % des sociétés de l'échantillon donnent leur valeur estimée ou celle de leur portefeuille-titres dans leur rapport annuel

48 % des sociétés de l'échantillon reprennent leur valeur actuelle ou celle de leur portefeuille-titres dans leur communiqué semestriel

I. Introduction

A. Objet de l'étude

Dans le cadre des études comparatives de la Commission bancaire et financière, il a paru intéressant d'examiner la manière dont le portefeuille-titres des sociétés cotées est présenté et commenté dans leur rapport annuel et leur information périodique.

Il est important de souligner que ce qui est entendu par portefeuille-titres dans la présente étude est l'ensemble des titres, actions et parts, détenus par une société ou un groupe qui ne sont ni consolidés, ni mis en équivalence.

B. Echantillon

L'étude porte sur les sociétés cotées au 30 juin 1998 sur le premier marché et dont le portefeuille-titres est considéré comme significatif.

Le seuil de signification des portefeuilles-titres a été fixé à 10 % du total bilantaire. En ce sens, les sociétés retenues pour cette étude sont les sociétés dont au niveau consolidé, le poste Immobilisations financières - Autres entreprises - Participations, actions et parts est supérieur ou égal à 10 % du total du bilan. Pour ce qui concerne les sociétés ne présentant pas de comptes consolidés, c'est le total des participations, actions et parts classées en immobilisations financières qui doit être au moins égal à 10 % du total bilantaire.

C. Pourquoi le portefeuille-titres et un tel échantillon ?

L'étude vise à évaluer la qualité de l'information donnée concernant le portefeuille-titres, qu'il convient tout d'abord de définir.

Pour bon nombre de sociétés cotées, les immobilisations financières sont constituées d'une part, de participations dans des filiales et des entreprises associées qui sont intégrées dans la consolidation ou évaluées selon la méthode de la mise en équivalence, et d'autre part, de participations ou de postes en actions et parts dans des entreprises ni liées, ni associées. C'est ces dernières qui font l'objet de l'examen et sont considérées dans la présente étude comme constituant le portefeuille-titres.

En effet, les sociétés liées et associées qui sont intégrées dans les comptes consolidés ou mises en équivalence bénéficient, par leur traitement comptable plus élaboré, d'une valorisation plus précise et font l'objet de mentions obligatoires dans les annexes quant à leur dénomination et au pourcentage détenu par le groupe dans celles-ci. La consolidation des sociétés liées a pour effet d'inclure dans les comptes et annexes du groupe tous les éléments importants liés à l'évolution comptable et financière de ces sociétés (résultats, provisions, investissements, engagements, ...). De même, le tableau de financement consolidé du groupe sera influencé par les flux liés aux filiales intégrées. De plus, ce sont bien évidemment les sociétés liées et associées dont le développement est en général largement commenté dans le rapport de gestion.

Par contre, les autres participations et titres en portefeuille sont simplement valorisés dans les comptes à la valeur historique, amputée, le cas échéant, des réductions de valeur correspondant à des moins-values ou dépréciations durables. De plus, réglementairement, ne doivent être mentionnés dans les annexes que les postes représentant 10 % du capital des sociétés en question¹. En conséquence, la dénomination, la situation comptable et financière des sociétés dans lesquelles le groupe a investi ne se reflétera pas dans les comptes consolidés et la valeur comptable de ces participations pourra être très éloignée de la valeur réelle de ces postes. Seul le souci d'informer l'actionnaire poussera les sociétés à reprendre dans leur rapport de gestion un complément d'information concernant le portefeuille-titres, permettant au lecteur de se faire une idée sur la valeur et l'évolution de celui-ci.

Cette différence objective d'information obligatoire entre les participations intégrées globalement ou mises en équivalence et les autres actions et parts amène à s'intéresser à l'information donnée concernant le portefeuille-titres en plus de l'information imposée par la législation comptable et donc à examiner l'information donnée à ce sujet par les sociétés dont le portefeuille-titres est significatif, le seuil de signification étant placé à 10 % du total bilantaire.

¹ Arrêté royal du 6 mars 1990 relatif aux comptes consolidés des entreprises, article 69.

En ce qui concerne les sociétés ne présentant pas de comptes consolidés, il a semblé logique de considérer l'ensemble des participations, actions et parts comptabilisées en immobilisations financières étant donné que l'absence de consolidation diminue bien évidemment l'information obligatoire donnée sur ces investissements en ne reprenant que la valeur historique et une mention dans les annexes lorsqu'il s'agit de participations directes représentant plus de 10 % du capital des sociétés en question ¹.

D. Composition de l'échantillon

Suivant les conditions décrites ci-dessus, l'échantillon est composé de 34 sociétés cotées au premier marché. L'annexe 1 de cette étude reprend la liste de ces sociétés.

Ces sociétés représentaient au 31 décembre 1997, une capitalisation boursière de EUR 18,4 milliards (BEF 744 milliards), soit 15 % de la capitalisation boursière à ce moment.

Les portefeuilles-titres, par hypothèse supérieurs à 10 % du total bilantaire, peuvent constituer jusqu'à 80 % de l'actif des sociétés en question. La valeur comptable totale de ces portefeuilles-titres est de EUR 8,3 milliards (BEF 333 milliards).

Parmi les sociétés de cet échantillon, 26 sont inscrites sur la liste des sociétés à portefeuille.

Cet échantillon reprend 25 % des sociétés cotées au 31 décembre 1997. Celles-ci ont bien évidemment une vocation plus financière que les sociétés non reprises et c'est pourquoi, on ne retrouve pas une série de sociétés à capitalisation importante étant donné que celles-ci de par leur vocation industrielle ou d'investissement prépondérant dans des sociétés filiales ou associées ne répondent pas au critère d'entrée dans l'échantillon.

E. Données examinées

L'examen comparatif a été basé sur le questionnaire suivant ² :

- La composition du portefeuille-titres est-elle donnée (hors annexes légales) ?
- Le nombre de titres détenus par poste est-il donné ?
- Le pourcentage de capital détenu par participation est-il mentionné ?
- Une valorisation spécifique du portefeuille-titres est-elle prévue ?
- La valeur comptable par poste est-elle reprise ?
- La valeur actuelle estimée par poste est-elle donnée ?
- Une valorisation globale de la société est-elle réalisée ou peut-elle être reconstituée ?

¹ Annexe à l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises, Chapitre Ier, section 3.

² Hormis pour les questions portant spécifiquement sur les communiqués, les questions suivantes portent sur le rapport annuel.

- La méthodologie utilisée pour la valorisation du portefeuille ou de la société est-elle décrite ?
- La valorisation fait-elle l'objet d'une opinion spécifique du commissaire-reviseur ?
- La valeur estimée du portefeuille-titres ou de la société est-elle donnée dans le communiqué semestriel ?
- La valeur estimée du portefeuille-titres ou de la société est-elle donnée dans le communiqué annuel ?
- La valeur estimée du portefeuille-titres ou de la société est-elle diffusée périodiquement par d'autres canaux que le rapport annuel et les communiqués annuels et semestriels ?

Les sources d'informations consultées sont les rapports annuels ainsi que les communiqués annuels et semestriels diffusés par les sociétés en question au cours de l'année 1998. En conséquence, il s'agit essentiellement de rapports portant sur les exercices se clôturant le 31 décembre 1997 pour les données annuelles et sur le premier semestre de l'année 1998 pour les communiqués semestriels.

II. Constatations et commentaires

A. Composition du portefeuille-titres

Le nombre de sociétés donnant dans leur brochure annuelle et en plus du minimum devant figurer dans les annexes réglementaires, la composition de leur portefeuille-titres se résume comme suit :

Tableau 1 : Composition du portefeuille-titres

	Nombre	%
Composition du portefeuille-titres donnée hors annexes	22	65 %

Il est important de rappeler que l'examen a porté sur la mention des titres détenus dans des entreprises ni consolidées, ni mises en équivalence. Certaines sociétés présentent une information fort large sur leurs filiales et autres entreprises associées, mais restent muettes quant à leurs autres postes d'immobilisations financières.

Vu que, comme décrit ci-dessus, les annexes réglementaires ne prévoient que la mention des actions et parts détenues représentant plus de 10 % du capital des sociétés en question, il serait indiqué que les entreprises ayant un portefeuille-titres significatif en valeur, mais pas en pourcentage d'intérêts décrivent la composition de ce portefeuille-titres pour donner au lecteur de l'information financière une description correcte des actifs importants de la société et permettre une évaluation de celle-ci.

On constate que parmi les sociétés de l'échantillon, donc celles ayant un portefeuille-titres représentant au moins 10 % de leur actif, deux sur trois livrent la composition de celui-ci.

B. Nombre de titres ou pourcentage du capital détenu

Pour suivre, il nous a semblé intéressant d'examiner parmi les sociétés donnant la composition de leur portefeuille-titres, soit 22 sociétés, comment celle-ci était présentée.

Tableau 2 : Présentation par poste

	Nombre	%
Nombre de titres par poste	16	73 %
Pourcentage du capital détenu	14	64 %
Nombre de titres par poste et pourcentage	8	36 %

Les deux informations sont importantes pour les actionnaires. En effet, le nombre de titres permet au lecteur pour les valeurs traitées sur un marché public de valoriser ces composantes du portefeuille alors que le pourcentage d'intérêt détenu donne les moyens de connaître le niveau de participation dans le capital de chaque société reprise.

On constate que peu de sociétés présentent à la fois les deux informations. Tant qu'à donner la composition du portefeuille-titres, il est important de donner au lecteur de l'information annuelle une information exhaustive de celui-ci lui permettant éventuellement de suivre de manière dynamique l'évolution de la valeur de ce portefeuille. Il est bien évident que ceci n'est possible que si la composition de ce portefeuille n'évolue que peu entre les différentes publications de l'information annuelle par la société en question. Il est toutefois rappelé que l'examen porte sur les titres détenus en immobilisations financières, soit des titres dont la détention vise l'établissement de liens durables et spécifiques avec les sociétés en question ¹. Il n'est donc pas question ici des titres détenus par les entreprises dans un seul but de trading qui eux, doivent être enregistrés en placements de trésorerie. De même, une modification substantielle de la composition de ces portefeuilles-titres mérite d'être annoncée au public dans la mesure où elle serait susceptible d'avoir une influence significative sur le cours de bourse de la société détenant ces titres ².

C. Valorisation du portefeuille-titres, de ses composantes et de la société

L'étape suivante de l'étude a visé à recenser le nombre d'entreprises qui présentent une valeur estimée du portefeuille-titres et celles qui présentent une valeur estimée globale de leur société à la date de clôture de l'exercice.

En ce qui concerne le choix des méthodes d'évaluations utilisées, la présente étude n'entend porter aucun jugement de valeur. On notera aussi que certaines sociétés présentent une valeur estimée du portefeuille-titres comprenant aussi les sociétés

¹ Annexe à l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises, Chapitre III.

² Article 5 de l'arrêté royal du 3 juillet 1996 relatif aux obligations en matière d'information occasionnelle des émetteurs dont les instruments financiers sont inscrits au premier marché d'une bourse de valeurs mobilières.

intégrées ou mises en équivalence. Celles-ci ont été recensées comme présentant une valorisation du portefeuille-titres.

Tableau 3 : Valorisations

	Nombre	%
Valorisation du portefeuille-titres et/ou de la société	14	41 %
dont valorisation du portefeuille-titres et de la société	9	26 %
dont valorisation du portefeuille-titres seule	2	6 %
dont valorisation de la société seule	3	9 %

La présentation d'une valeur estimée soit du portefeuille-titres, soit de la société constitue visiblement un élément d'information à donner pour quatre sociétés sur dix. Il est important de noter que pour certaines, ayant pour principal actif un portefeuille-titres, la valeur globale de la société peut aisément être appréhendée sur base de la valeur actuelle du portefeuille-titres. Il nous paraît néanmoins intéressant que la valorisation du portefeuille-titres amène la société à présenter sa valeur estimée globale.

On regrettera que près de 60 % des sociétés dont le portefeuille-titres représente au moins 10 % du total bilantaire, ne jugent pas utile de valoriser ce poste d'une manière ou d'une autre. Une valorisation de ce portefeuille par un tiers est bien évidemment possible lorsque la composition détaillée du portefeuille-titres est donnée et qu'il s'agit de participations dans des sociétés cotées, mais pour les autres participations, il est d'autant plus intéressant pour l'investisseur que la société se prononce sur la valeur des actifs en question. Une description complète de la méthodologie utilisée et des hypothèses prises permettra à l'investisseur de se former une opinion sur cette valorisation.

Par ailleurs, les sociétés qui individualisent par poste les valeurs comptables et estimées des titres composant leur portefeuille-titres ont été recensées.

Tableau 4 : Valorisation par poste

	Nombre	%
Valeur comptable par poste	4	12 %
Valeur estimée par poste	6	18 %

Peu de sociétés donnent les valeurs comptables ou estimées par poste du portefeuille-titres. Bien évidemment, la valeur comptable seule ne peut être utilisée comme méthode d'évaluation pertinente du portefeuille-titres, mais elle permet pour les titres cotés de reconstituer les plus-values latentes sur portefeuille.

La valeur estimée par poste constitue, elle, un détail intéressant de la valeur du portefeuille-titre et permettra d'apprécier la pondération de chaque poste dans l'ensemble. La combinaison de la valeur estimée et de la valeur comptable par

poste permet, elle, d'apprécier les gisements de plus-values qui, en cas de réalisation, dégageront du résultat pour la société.

Tant les évaluations globales que celles individualisées par poste sont complémentaires et leur conjonction permettra à l'investisseur de se former une opinion sur l'évolution de la valeur du portefeuille-titre et par là, de la société.

D. Méthodologie de valorisation

Pour les sociétés présentant une valorisation du portefeuille-titres ou de la société, il a été examiné si celles-ci décrivaient la méthode de valorisation utilisée.

L'échantillon ne porte que sur les 14 sociétés ayant publié une valorisation du portefeuille-titres ou de leur société (cfr. Tableau 3).

Tableau 5 : Méthodologie

	Nombre	%
Description de la méthodologie utilisée	8	57 %

Publier une valeur de société ou de portefeuille n'a que peu de sens si la méthodologie utilisée n'est pas décrite. Parmi les sociétés se valorisant ou valorisant leur portefeuille-titres, 57 % décrivent la méthodologie utilisée. Ceci paraît nettement insuffisant dans la mesure où la méthode de valorisation aura une influence décisive sur le résultat atteint.

En effet, on soulignera notamment que pour les sociétés non cotées, la méthode et les hypothèses éventuelles sont des éléments essentiels pour apprécier la valorisation.

Dans le cadre des évaluations de sociétés détenant des filiales cotées, il est important de savoir si celles-ci sont évaluées à leur cours de bourse ou si l'évaluation est consolidée et reprend donc, sans décote, la valeur boursière des participations éventuellement détenues par ces filiales. Dans les évaluations consolidées, il est aussi important de préciser si les valorisations ne portent que sur des titres ou actifs logés dans des sociétés dont on a le contrôle exclusif ou si tel n'est pas le cas.

Sans sortir du contexte de cette étude, il convient de souligner que ces valorisations dégagent en général des valeurs de type patrimonial. La valeur de rendement d'un portefeuille-titres est toutefois aussi une notion importante pour une société et ce d'autant plus que les portefeuilles considérés sont des immobilisations financières constitutives de liens durables et spécifiques avec les sociétés en question.

E. Opinion du commissaire-reviseur

Pour les sociétés présentant une valorisation du portefeuille-titres ou de la société, il a été recherché celles dont la valorisation a fait l'objet d'une opinion ou d'un rapport du commissaire-reviseur.

A ce niveau, il convient de souligner que n'a été retenue que la société pour laquelle une opinion spécifique a été prévue, le rapport général d'attestation des comptes, complété par l'attestation complémentaire indiquant que le rapport de

COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIERE

gestion contient les informations requises par la loi et concorde avec les comptes consolidés n'étant pas considéré comme une opinion spécifique.

A nouveau, l'échantillon ne porte que sur les 14 sociétés ayant publié une valorisation du portefeuille-titres ou de leur société.

Tableau 6 : Commissaire-reviseur

	Nombre	%
Opinion du commissaire-reviseur sur la valorisation	8	57 %

En ce qui concerne l'opinion du commissaire-reviseur sur la valorisation, on notera qu'elle n'est certainement pas une pratique courante, mais qu'elle constitue un gage de qualité de la valorisation.

F. Communiqués annuels, semestriels et autres canaux

Pour clôturer notre examen, nous avons relevé les sociétés publiant la valeur estimée de leur portefeuille ou une valorisation globale dans le cadre de leurs communiqués semestriels, annuels ou d'autres canaux.

Il convient de noter que le communiqué annuel n'étant pas obligatoire en 1998, seules 26 sociétés de l'échantillon ont publié un communiqué de ce type. Le pourcentage est donc calculé sur un échantillon de 26 sociétés. De même, une société de l'échantillon a été radiée au cours du second semestre 1998 et n'a pas publié de communiqué semestriel, l'échantillon pour ce type de communiqué est donc porté à 33 sociétés.

Pour la valorisation par le biais d'autres canaux, il a été tenu compte d'une société publiant hebdomadairement sa valeur estimée dans la presse financière. Il n'est pas tenu compte de sociétés qui mentionnent cette valeur dans le cadre de communications occasionnelles.

Tableau 7 : Valorisations périodiques

	Nombre	%
Valorisation dans le communiqué semestriel	16	48 %
Valorisation dans le communiqué annuel	12	46 %
Valorisation périodique dans d'autres canaux	1	3 %

Donner une indication de sa valeur ou de la valeur de son portefeuille-titres lors de la publication de son rapport annuel constitue certes une information importante. La plupart des sociétés publiant une telle valorisation l'ont étendue à leur publication semestrielle, voire à leur communiqué annuel. On constate même un progrès par rapport aux rapports annuels 1997 puisque quelques sociétés ont débuté ce type de publications dans le cadre de leurs communiqués périodiques. On relève même une société qui diffuse une valeur estimée hebdomadaire.

Conclusions

Pour conclure cette étude, nous soulignerons une fois encore l'importance de donner à l'actionnaire et au lecteur de l'information financière les clefs lui permettant d'apprécier la valeur des actifs de la société.

Le portefeuille-titres chez bon nombre de sociétés constitue un élément significatif des investissements de l'entreprise. Décrire exhaustivement sa composition, valoriser celui-ci, voire l'entreprise, en décrivant la méthode utilisée et publier périodiquement cette valeur ajustée, sont autant d'éléments qui garantiront une plus grande transparence de l'information financière des sociétés cotées. C'est cette transparence qui leur permettra une bonne appréhension par les marchés financiers.

-o0o-

Annexe 1 - Composition de l'échantillon (34 sociétés cotées au premier marché)

Ackermans & van Haaren
Afrifina
Agricom
Agridec
Almanij
Auximines
Belgo-Katanga
Bois Sauvage
Brederode
Charbonnage du Gouffre
CNP
Cobepa
Définance
Electrafina
Finoutremer
GBL
Gevaert
GIMV
Glaces de Charleroi
Glaces de Moustier
Henex
Ibel
Imperial Invest
Mercantile Beliard
Monceau-Zolder
Mosane
Nord-Sumatra
Pek
Sidro
Sipef
Sofina
Surongo
Telinfo
Trustmetal

Etudes et documents

Etudes publiées

1. Les communiqués semestriels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1997)
2. Le tableau de flux de trésorerie ou de financement : un examen comparatif de l'information donnée par les entreprises cotées à terme (février 1998)
3. La publication de données spécifiquement destinées aux investisseurs par les sociétés cotées au marché à terme (mars 1998)
4. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (mai 1998)
5. Etude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de "corporate governance" (octobre 1998)
6. Les communiqués semestriels 1998 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1998)

Des exemplaires supplémentaires des études publiées, disponibles dans les deux langues nationales, peuvent être obtenus par écrit ou par fax auprès du Service Documentation de la CBF (Mlle G. Malcorps) au prix de BEF 150 par étude (+ BEF 100 de frais de port).

CBF / DOCUMENTATION ET PUBLICATIONS
AVENUE LOUISE 99
1050 BRUXELLES
FAX : 02/535.23.23
