



JANVIER 2017

COMMUNICATION FINANCIÈRE DES VALEURS MOYENNES :

Mieux comprendre les attentes des
analystes financiers et des investisseurs
professionnels

amf-france.org

PRÉFACE

L'Autorité des Marchés Financiers, l'AFG et la SFAF ont participé à une réflexion sur la communication financière des « ETI/PME », l'attente des analystes et gérants quant à leurs besoins d'information et l'encadrement réglementaire de cette communication.

Les sociétés sont tenues de diffuser de plus en plus d'informations et dans des délais toujours plus contraints. Parallèlement, les investisseurs ont besoin de comprendre les stratégies opérationnelles des groupes, et de s'assurer de leur capacité à faire face à leurs engagements. La communication d'informations fiables et pertinentes devient donc une évidence. Au-delà de cette évidence, les sociétés doivent accepter le principe d'exigences réglementaires parfois lourdes, mais qui garantissent un cadre normé et donc des règles du jeu efficaces.

Les règles ne peuvent certes répondre à toutes les situations mais elles doivent permettre l'émergence des bonnes pratiques, évolutives dans le temps en fonction des nouveaux besoins qui apparaissent. C'est dans cet esprit que ce document a été établi. C'est donc un texte pragmatique et explicatif qui vous est proposé après consultation des professionnels proches des « ETI/PME ».

Ouvrir son capital, lever des fonds conduit à s'exposer et à devoir partager sa stratégie, ses résultats, ses perspectives, c'est-à-dire informer les actionnaires actuels et les futurs investisseurs, répondre à leurs besoins de sécurité dans leurs choix de gestion, leur permettre d'établir une confiance avec l'émetteur.

Cette confiance doit s'installer aux deux bouts de la chaîne d'investissement et clairement, la transparence pendant et après l'introduction est essentielle pour garder cette confiance : elle constitue un engagement implicite au moment de l'introduction en bourse.

Le monde de la gestion est hétérogène et le choix d'investissement répond à des stratégies données par l'investisseur final ou par le gérant lui-même. Le développement de la gestion ISR ou le choix de ne cibler que des valeurs moyennes ou petites en sont des exemples.

Qu'il s'agisse du régulateur qu'est l'AMF ou de la SFAF et l'AFG, en tant qu'associations représentatives des analystes financiers et des sociétés de gestion, ces institutions veillent à promouvoir des bonnes pratiques équilibrées, visant à préserver la confiance.

Gérard Rameix
Président de l'Autorité des
marchés financiers

Jean-Baptiste Bellon
Président de la Société française
des analystes financiers

Yves Perrier
Président de l'Association
française de la gestion financière

INTRODUCTION

La communication financière et extra financière des ETI/PME reste un sujet difficile à aborder en raison de la différence de maturité des entreprises. Si au moment de l'introduction en bourse, l'information est riche et standardisée, des écarts peuvent naître par la suite entre les attentes des investisseurs et des analystes, et les informations fournies par les entreprises.

Or la communication financière et extra financière des sociétés cotées est un enjeu de visibilité et de crédibilité vis-à-vis du marché et ce, quelle que soit la taille de l'entreprise.

Même s'il existe des rendez-vous incontournables comme la présentation des résultats, l'exercice de communication financière et extra financière reste un exercice continu, obligeant les entreprises à s'approprier des règles pour savoir communiquer dans la durée et bénéficier de la confiance des marchés. Ces règles, qu'elles soient issues de la réglementation ou de la pratique professionnelle, sont utiles et nécessaires, afin que les sociétés cotées s'adaptent et progressent.

Les règles de communication financière et extra financière sont vastes. En pratique, il ne s'agit pas seulement de répondre à des critères de transparence mais bien de comprendre les enjeux associés à une vraie transparence. Cette transparence vise les informations pertinentes et matérielles et permet, en définitive, de comprendre clairement la stratégie, le business model de l'entreprise, sa performance et ses axes de développement.

Si la liquidité reste un sujet important en pratique du fait des règles requises pour certains fonds, la conviction d'un gérant peut venir contrebalancer ce critère de liquidité. Dès lors, sans prétendre être exhaustif ni correspondre à une vérité absolue, ce document se place dans une démarche visant à promouvoir une approche qui devrait permettre d'améliorer la visibilité des émetteurs du segment ETI/PME en poursuivant deux objectifs :

- Identifier les attentes des parties prenantes en ciblant les éléments d'information financière utilisés et considérés comme importants ou essentiels dans la prise de décision ;
- Mettre en exergue d'autres sujets qui gagneraient à être améliorés dans l'information donnée par les entreprises.

et ce, tout en conciliant ces objectifs dans un cadre réglementaire contraint, au regard des règles en matière d'informations privilégiées.

■ Méthodologie

Ce document a été élaboré avec un panel d'analystes financiers et d'investisseurs spécialisés dans les valeurs moyennes. Parallèlement des interviews d'autres analystes et investisseurs ont été réalisées et ce, afin de recueillir leurs observations quant aux pratiques des sociétés en matière de communication financière.

Ces entretiens ont permis de mieux circonscrire leurs attentes quant à la communication financière des sociétés cotées et de souligner les bonnes pratiques qui devraient être mise en œuvre.

SYNTHÈSE

De même qu'il est difficile de tracer le profil type d'une ETI/PME, émetteur d'instruments financiers, tant les situations peuvent varier, il est tout aussi complexe de tracer les attentes des analystes financiers et des investisseurs car ces professionnels recouvrent, en réalité, un grand nombre de stratégies d'investissement. Il existe cependant des points clés pouvant guider les émetteurs dans leur communication financière.

De toute évidence, la régularité et la qualité de l'information sont essentielles. Faire preuve de régularité est un facteur clé pour gagner et garder la confiance des investisseurs. Mieux vaut privilégier un volume d'informations moindre mais sur une base plus régulière et fiable dans le temps. Les sociétés doivent garder à l'esprit l'importance de construire leur réputation dans la durée. Savoir expliquer ses objectifs et être crédible, respecter ses engagements vis-à-vis du marché et tenir un discours clair et stable sont clairement les clés d'une bonne communication.

Cinq principes généraux se dégagent et sont soulignés par la communauté financière :

- Confiance dans le management
- Transparence
- Régularité
- Clarté et précision
- Cohérence et comparabilité

Au-delà de ces principes, on rappellera en synthèse que les analystes et investisseurs sont vigilants sur un certain nombre de points auxquels les entreprises doivent veiller :

- Expliquer et définir clairement leur stratégie et leur business model ;
- Resituer leur entreprise dans le contexte de marché, en particulier par rapport au positionnement concurrentiel ;
- Communiquer sur les résultats et la formation de certains agrégats comptables sans biais de langage ni ajustements ou retraitements excessifs ;
- Maintenir une communication d'information trimestrielle a minima sur le chiffre d'affaires afin d'éviter une rupture d'information entre les périodes d'annonce de résultats ;
- Développer les commentaires sur les flux de trésorerie en expliquant mieux les éléments qui composent ces flux ;
- Utiliser des indicateurs clairement définis et permanents dans leur méthode de présentation,
- Définir et publier les indicateurs ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) pertinents en lien avec les enjeux clés de l'entreprise dans son secteur d'activité ;
- Etre clair sur leur gouvernance et améliorer la transparence sur les éventuels conflits d'intérêts ;
- Aller à la rencontre des investisseurs pour mieux les connaître ;
- Privilégier les réunions physiques avec les analystes et les investisseurs ;
- Proposer et maintenir un calendrier de communication ;
- Améliorer l'ergonomie et l'accès aux informations financières de leur site internet.

Si l'intérêt de tous ces sujets n'est pas contestable, la difficulté pour les ETI/PME réside parfois dans le fait de s'exposer sur autant de sujets tout en prenant soin de ne pas livrer une information sensible pour la concurrence. Entre secret des affaires et transparence de l'information financière, une tension permanente s'exerce et reste difficile à gérer en pratique au regard des règles sur l'information privilégiée, mais la transparence est un engagement implicite au moment de l'introduction en bourse.

En matière de communication financière, il n'existe pas d'ombres légitimes ou d'opacités vertueuses, seule la transparence reste le moyen, in fine, de garder la confiance des marchés.

Pour toutes ces raisons, il est important de rappeler que chaque société doit traiter des aspects positifs et négatifs de sa performance, de son développement et de ses perspectives, et veiller à ce que les actionnaires ne soient pas induits en erreur par l'omission d'informations importantes ou par la présentation ou l'accent mis sur certaines autres informations.

1. LES GRANDS PRINCIPES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION FINANCIÈRE

L'information financière fait l'objet d'une réglementation complète qui distingue l'information périodique, l'information permanente et l'information réglementée.

L'information financière fait l'objet en pratique de règles et de grands principes ayant trait :

- au caractère exact, précis et sincère,
- à l'égalité d'information entre les investisseurs,
- à l'homogénéité de l'information,
- à la communication au marché, dès que possible, des informations privilégiées.

L'information délivrée au public par les émetteurs doit être exacte, précise et sincère. Ces exigences s'appliquent tant aux informations dont la communication est obligatoire au titre de la réglementation qu'aux informations communiquées par la société sur une base purement volontaire.

Afin d'assurer une parfaite égalité d'information entre les investisseurs, la société qui communique une information privilégiée à un tiers non tenu d'une obligation de confidentialité doit en assurer une diffusion effective et intégrale, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit le plus rapidement possible en cas de communication non intentionnelle. Par ailleurs, dans le même souci d'égalité, l'information diffusée doit être accessible à l'ensemble des investisseurs au même moment, afin d'éviter que ne se crée une asymétrie d'information.

En vertu du principe d'homogénéité de l'information, la communication s'apprécie en fonction des pratiques antérieures et de l'historique des communications, afin d'éviter d'induire en erreur les investisseurs. En particulier, la société doit clairement réserver un traitement identique, en termes de communication, aux informations susceptibles d'impacter le cours de son titre à la hausse et à la baisse.

Par ailleurs, la société doit également s'assurer de la cohérence de l'ensemble des informations qu'elle diffuse, quels que soient la date, le support et les destinataires de la diffusion. En particulier, l'information financière diffusée par voie de presse écrite doit être cohérente avec les informations diffusées par voie électronique.

De plus, si une société choisit de communiquer des indicateurs en complément de ceux directement issus de ses états financiers (indicateurs alternatifs de performance) ou une information sectorielle, elle s'assurera de leur cohérence dans le temps.

Afin d'éclairer ces grands principes, l'AMF communique souvent au travers de « recommandations ». Ces recommandations sont une invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, que l'AMF considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son champ de compétence.

Ces éclairages apportés par le régulateur prennent ainsi en considération les attentes de la communauté financière. À titre d'exemple, parmi ces recommandations, notamment en matière de publication des résultats annuels ou semestriels, d'information trimestrielle, d'indicateurs alternatifs de performance, d'information ESG...

Dès lors, il est apparu intéressant de croiser les regards que portent les analystes et les investisseurs sur les sujets de communication financière.

2. LES ATTENTES DES ANALYSTES ET DES INVESTISSEURS EN MATIERE DE COMMUNICATION FINANCIERE

La communication financière des sociétés cotées ou des émetteurs de dette de marché est un enjeu pour à la fois répondre aux contraintes réglementaires mais aussi et surtout parce que la couverture en analyse financière sur les valeurs moyennes reste globalement faible.

Aussi, un moyen de pouvoir gagner à la fois en termes de visibilité et de lisibilité est d'avoir une bonne communication financière pour toucher la communauté des analystes et des investisseurs.

2.1. PRINCIPES GENERAUX

En premier lieu, les sociétés doivent se souvenir que l'émission d'un instrument sur un marché financier engendre un véritable changement de statut et qu'il leur faut, dès lors, se donner les moyens de « considérer » leurs nouveaux investisseurs.

Les sociétés et les investisseurs doivent entretenir une relation régulière tout au long des différentes phases et cycles qui peuvent caractériser la vie d'une société cotée. La communication financière doit ainsi être maintenue dans toutes les périodes de marchés, y compris lorsque des tensions apparaissent. En effet, une communication régulière est le gage d'une bonne transparence pour les analystes et les investisseurs.

En pratique, les attentes des analystes et des investisseurs sont complexes à déterminer car ces professionnels recouvrent, en réalité, un grand nombre de stratégies d'investissement et donc un ensemble de métiers différents. Le point commun est lié à l'appréciation de la stratégie, du business model et des risques liés.

Toutefois, on peut relever que quelques principes fondamentaux forment le socle d'une bonne qualité d'information financière et sont en pratique des facteurs clés de succès pour gagner en visibilité.

Ces principes sont globalement ceux les plus communément évoqués par les investisseurs et les analystes. Ils doivent s'inscrire dans la durée car la cohérence de l'information financière s'apprécie nécessairement dans le temps.

Les cinq principes communément établis sont :

- Confiance dans le management
- Transparence
- Régularité
- Clarté et précision
- Cohérence et comparabilité



2.2. LES ATTENTES ET POINTS D'ATTENTION

Au-delà des principes généraux réaffirmés précédemment, il est utile de détailler certaines attentes ou points d'attention de la part des analystes et des investisseurs. Dans un souci de clarté, ces différents points d'attention ont été regroupés par thèmes. Par ailleurs, des synthèses des propos recueillis ont été insérées afin d'apporter un autre éclairage.

En préambule, rappelons que toute communication financière se doit de traiter des aspects positifs et négatifs de la performance, du développement et des perspectives de l'entité, et veiller à ce que les actionnaires ne soient pas induits en erreur par l'omission d'informations importantes ou par la présentation ou l'accent donné à certaines autres informations.

2.2.1. Compréhension de la stratégie et du business model de l'entreprise

Tant les analystes que les investisseurs ont besoin de comprendre clairement la stratégie et le business model des entreprises. Il est essentiel de bien expliquer l'*equity story* ou la *credit story* de la société, sa réalité, et ne pas essayer de raconter une histoire différente.

Aussi, les sociétés doivent veiller à communiquer clairement sur leur stratégie afin d'expliquer les paramètres qui vont leur permettre de se développer et d'avoir de la croissance. Les analystes et les investisseurs doivent comprendre quels sont les avantages compétitifs, les facteurs de différenciation, les apports positifs par rapport au secteur d'activité. Il est aussi attendu que les sociétés resituent leur entreprise dans le contexte de marché en particulier par rapport au positionnement concurrentiel.

Très naturellement, les analystes et investisseurs ont besoin de comprendre les tendances de marché, la taille potentielle du marché, les barrières à l'entrée, le positionnement concurrentiel.

Les entreprises se heurtent à deux types de difficulté pour répondre aux attentes des analystes et des investisseurs. La première réside dans le fait de s'exposer sur autant de sujets tout en prenant soin de ne pas livrer une information sensible pour la concurrence, et la seconde dans le manque de données claires et suffisamment fiables, qu'il est important de « sourcer » correctement. Cependant, il est évident que les investisseurs attendent de la clarté sur la stratégie et le business model afin de percevoir où la société se situe, où elle va et où sont les relais de croissance.



Les analystes et investisseurs interrogés regrettent que le sujet du positionnement concurrentiel soit peu évoqué et souhaitent plus de transparence et avoir des éléments d'information permettant de contextualiser les différents acteurs du secteur afin de remettre en perspective le positionnement de la société.

2.2.2. Connaissance de l'équipe dirigeante

L'équipe dirigeante reste, tant pour les analystes que les investisseurs, un élément capital dans la confiance qu'ils accordent à une entreprise. En effet, les investisseurs sont très attentifs à la qualité du management, son implication, sa vision et sa capacité à mettre en œuvre la stratégie proposée.



En pratique, les analystes et investisseurs affirment clairement l'importance d'être au contact et de rencontrer l'équipe dirigeante.

2.2.3. Présentation des résultats annuels et semestriels

La communication des résultats annuels et semestriels donne lieu en pratique à un communiqué de presse d'annonce des résultats. Il est important que ces communiqués se retrouvent sur le site internet de l'émetteur et pour les analystes et les investisseurs, les comptes complets devraient être joints et téléchargeables aisément.

Outre les communiqués, les slides ont une importance cruciale pour les professionnels et ne doivent pas être absents des sites web. Les émetteurs doivent mettre en ligne les documents à disposition au plus tard au début de la réunion d'annonce des résultats, et la mise à disposition des slides ou autres documents ne saurait être limitée aux seules personnes présentes à la réunion.

Parallèlement, lorsque des conférences téléphoniques sont organisées, il est impératif de veiller à ne pas exclure certains participants, ni d'opérer de filtres sur les questions.



Les analystes et les investisseurs interrogés soulignent que parfois certains communiqués ou slides ne sont pas téléchargeables sur le site internet de la société. Par ailleurs, ils sont nombreux à préférer les réunions physiques aux conférences téléphoniques en raison d'une meilleure « alchimie » et interaction possible avec les dirigeants.

Les analystes et investisseurs estiment souhaitable par principe de proposer au moins une réunion physique à l'occasion des résultats annuels et/ou semestriels. En effet, en dehors de ces réunions physiques, il existe le risque de rupture de l'égalité à l'accès à l'information car les analystes/investisseurs les plus proches de l'émetteur peuvent avoir accès à des informations que d'autres n'auront pas forcément.

Une version anglaise des communiqués de presse est utile notamment pour attirer davantage d'investisseurs étrangers.

2.2.4. Compréhension et analyse de la performance de l'entreprise

L'analyse de la performance reste toujours un sujet majeur dans la communication et la présentation qui en est faite ne doit pas être biaisée par des subtilités de langage.

La communication de données financières comme le chiffre d'affaires ou les flux de trésorerie est scrutée attentivement et il est essentiel que l'information soit claire. Ainsi, des explications sur la croissance du chiffre d'affaires sont-elles attendues en clarifiant la formation de cet agrégat (*croissance organique ou croissance externe, effet de change, impact d'un nouveau contrat, activités abandonnées, changement de réglementation...*).

De même, la formation des flux de trésorerie apparaît souvent comme mal expliquée. Or les analystes et investisseurs regardent avec précision ces éléments fondamentaux pour comprendre ce qu'ils recouvrent concrètement. La description des flux de trésorerie gagnerait ainsi à être mieux commentée.

Parallèlement, il est important que les secteurs d'activité ne soient pas modifiés trop fréquemment et que si des découpages d'activité sont réalisés au sein de nouvelles *business units*, la communication sur ces nouvelles bases soit rendue comparable dans le temps et qu'il soit ainsi possible d'apprécier l'évolution des données financières.

Enfin, les commentaires sur l'analyse de la performance de l'entreprise, y compris au niveau des branches d'activité, gagneraient globalement à être améliorés et ce, afin de mieux comprendre comment la performance et la création de valeur ont été réalisées au cours de l'exercice.

Par exemple, dès qu'un émetteur communique sur un agrégat apprécié du marché comme l'EBITDA ou l'EBITA, il peut être utile de détailler la ligne amortissements et provisions du compte de résultat pour distinguer les amortissements corporels et les amortissements incorporels afin de retraiter ces derniers.

À noter que pour les sociétés en croissance, les commentaires sur l'évolution du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie devraient être améliorés.



Les analystes et investisseurs interrogés soulignent que parfois certaines présentations de chiffres d'affaires omettent de préciser si l'évolution se base sur la croissance organique ou externe, ou sur tout autre élément.

Autre tendance observée, une forte croissance d'éléments dits « non récurrents » avant le résultat opérationnel, conduisant les analystes ou investisseurs à ne plus retraiter ces éléments et à ne regarder que le résultat opérationnel issu des comptes.

La description des « free cash flows » est clairement à parfaire s'agissant tant des commentaires que des définitions. Une approche très hétérogène entre entreprises est souvent constatée.

En synthèse, il faut éviter la surprise de mauvais résultats, que les investisseurs peuvent admettre dès lors que la communication financière a été claire.

2.2.5. Indicateurs financiers ou extra financiers

Les émetteurs sont souvent appelés au titre de leur communication à utiliser des indicateurs.

En pratique, les analystes et les investisseurs souhaitent clairement comprendre la chaîne des chiffres dans le temps afin de pouvoir faire des projections. Aussi, il est essentiel pour eux que les ratios ou indicateurs utilisés soient clairement définis et permanents dans leur méthode de présentation.

Les indicateurs peuvent aussi être appréhendés sur une base retraitée en *pro forma*, le cas échéant, mais il est essentiel pour les analystes et investisseurs que soit aussi rappelé l'indicateur de base « non pro forma ».



En pratique, les analystes et investisseurs observent sur certains sujets comme l'effet de levier ou l'endettement que les méthodes de calcul peuvent varier et qu'il doit exister une permanence des méthodes et une définition claire.

De même, dès lors qu'il existe des covenants avec des ratios à respecter, il est important de savoir comment le calcul s'effectue (sur une dette nette ou brute, avec quels ajustements) en prenant soin de garder une même définition dans le temps. La marge opérationnelle retenue dans ces ratios de covenants doit être explicitée (calcul, définition...).

Enfin, ils estiment que les « protections » accordées aux créanciers doivent être publiées et mises à jour dans le rapport annuel au fur et à mesure de l'émission de nouvelles dettes.

Dans le cadre de la nouvelle réglementation (cf Article 173 de la Loi de Transition Énergétique) qui oblige les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion à se positionner sur l'intégration des critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) dans leurs politiques et pratiques de gestion financière, il est important que les entreprises définissent et publient leurs risques ESG les plus matériels en fonction de leur secteur d'activité, leur taille et leur implantation géographique. Une fois ces risques identifiés, il appartient à l'entreprise d'y associer quelques indicateurs pertinents pour en suivre le niveau de performance.



En pratique, s'agissant des indicateurs ESG, les analystes et investisseurs spécialisés soulignent qu'il faut de bons indicateurs à suivre dans la durée et pertinents par rapport à l'activité de l'entreprise. De leur point de vue, il vaut mieux limiter les indicateurs à ceux qui sont en lien avec les enjeux clés de la société.

2.2.6. Guidance/Prévisions

Le sujet de la *guidance* reste un sujet important pour les analystes et investisseurs dans la mesure où les éléments qui la sous-tendent, donnent à voir où la société se projette, quand bien même cette *guidance* n'est que qualitative.

L'horizon choisi, en cohérence avec l'activité, doit être clair et avoir pour objectif d'accompagner le lecteur dans la vision prospective de l'entreprise.

Quel que soit le vocabulaire utilisé (*guidance, prévision, objectifs...*), il est important que l'entreprise puisse asseoir ces informations sur la base d'hypothèses claires. La *guidance* doit correspondre au développement envisagé et à la stratégie du groupe, et ne pas se résumer à devenir une simple « tactique » de communication financière court terme.

Toutefois, dès lors qu'une *guidance* a été fournie, le rappel de cette *guidance* dans le temps est nécessaire pour que le marché sache si celle-ci est toujours maintenue ou non. Si l'émetteur choisit d'abandonner sa *guidance*, il doit le faire clairement et l'information doit être publique (Principe du profit warning).



En pratique, les analystes et investisseurs attendent de la « guidance » a minima qualitatives pour pouvoir faire leurs projections. Cela conforte l'engagement de la société et permet de challenger le dirigeant par la suite dans sa vision et sa stratégie.

Par ailleurs, les objectifs fixés à plus de 3 ans sans fournir d'autres précisions sur un horizon plus court peuvent induire un doute sur leur pertinence. De plus, si des objectifs sont fournis à un horizon à plus de 2/3 ans, il convient d'avoir dans l'intervalle une mise à jour pour confirmer ou infirmer ces objectifs.

2.2.7. Facteurs de risques

Le sujet des facteurs de risques est suivi par les analystes et les investisseurs. Cependant, ces facteurs de risques ne présentent d'intérêt que lorsqu'ils sont spécifiques à l'activité de l'entreprise et présentent une certaine matérialité pour l'émetteur.

Il est donc important que les sociétés se concentrent sur les facteurs qui influent de manière significative sur la création de valeur et la performance de la société et ne se réduisent pas à une simple liste d'avertissements.



En pratique, s'agissant des facteurs de risques, les analystes et investisseurs estiment que l'information est globalement trop standardisée et met mal en perspective les facteurs de risques pertinents pour la société.

2.2.8. Investissements

La politique d'investissements d'une entreprise est une donnée clé. Il est donc nécessaire d'expliquer les investissements envisagés et la politique de l'entreprise en matière de CAPEX et leur mode de comptabilisation. Ces éléments sont utiles non seulement pour les analystes pour fiabiliser et améliorer leurs modèles, mais aussi pour les investisseurs afin de comprendre les investissements envisagés par les émetteurs.

Pour les sociétés investissant dans la R&D, ce thème est suivi pour analyser et comprendre le développement futur de la société.



En pratique, les analystes et investisseurs accordent de l'importance à s'assurer que les engagements pris dans les prospectus d'opération financière (Equity ou dette) sont bien respectés. L'entreprise doit montrer sa rigueur et sa logique dans les actes (acquisition bien ciblée, cohérence avec le projet de la société, respect des engagements pris vis-à-vis du marché...).

2.2.9. Gouvernance

La gouvernance mise en œuvre au sein de l'entreprise est également regardée attentivement notamment pour comprendre quels sont les contre-pouvoirs existants, le rôle des administrateurs indépendants. Ces sujets sont essentiels et tant les analystes financiers que les investisseurs veillent à leur évolution dans le temps. Les « bonnes pratiques » de gouvernance ont évolué depuis plusieurs années et se sont clairement développées au sein des sociétés cotées.

Toutefois, les analystes financiers et les investisseurs restent attentifs au sujet des conventions réglementées, dans la mesure où cette thématique peut être un révélateur des conflits d'intérêts potentiels qui peuvent exister dans l'entreprise.



En pratique, les analystes et investisseurs attachent une vraie importance au sujet des conventions réglementées notamment dans le cas où des déclassements de conventions réglementées en « conventions courantes » ont eu lieu.

■ La rémunération

Le thème de la rémunération est un sujet perçu comme très sensible pour les dirigeants et peut susciter des craintes quant à la transparence de cette information. Du point de vue des analystes et des investisseurs, l'objectif est surtout de comprendre comment est composée la rémunération consolidée et d'identifier la cohérence entre le montant de la rémunération et le développement de l'activité. Parallèlement, sont également analysées les incitations prévues pour stimuler la dynamique managériale.

À défaut de rémunération directe, une attention particulière est portée aux contrats de prestations ou de « *management fees* » qui peuvent exister entre l'entreprise et ses dirigeants.

■ La structure actionnariale

La structure actionnariale est suivie par les analystes et investisseurs afin de comprendre les évolutions du capital dans le temps, le poids du management dans la répartition du capital, mais aussi l'organisation du groupe, notamment quand il existe, au niveau de certaines structures, des cascades de *holdings*.

D'autres sujets comme les politiques de rachat d'actions sont aussi suivies de même que les déclarations de concert ou de franchissements de seuils.

Enfin, une attention est également portée à la politique de distribution de l'entreprise.

2.3. POINTS D'AMÉLIORATION PAR RAPPORT AUX PRATIQUES ACTUELLES

Au-delà des points clés évoqués ci-dessus, d'autres points ou axes d'amélioration ont pu être soulignés par la communauté d'analystes et d'investisseurs interrogés. Ces sujets sont donnés pour permettre de compléter leurs attentes sur des thèmes différents.

■ Calendrier de publication

Établir et maintenir un calendrier de communication est souvent apprécié et utile pour les analystes et investisseurs. Si les sociétés ne peuvent pas planifier exactement les dates suffisamment en amont, il conviendrait d'indiquer une fourchette en termes de dates ou, a minima, la semaine prévue de publication.

■ Publication d'une information trimestrielle

Même si celle-ci n'est plus obligatoire, la communication d'informations trimestrielles reste un élément important pour le marché, avec, a minima, une information sur le chiffre d'affaires, s'il est pertinent, en étant précis sur les éléments qui concourent à son évolution comme indiqué ci-dessus au point 2.2.4. Les analystes et investisseurs encouragent aussi à maintenir la communication du chiffre d'affaires du T4.

Sans vouloir accentuer le court-termisme par la communication de données trimestrielles, tant les analystes que les investisseurs estiment difficile d'envisager une absence de communication au marché durant une période de plus de 6 mois et s'ils observent que le cours baisse, l'analyse conduit souvent à penser qu'il existe une mauvaise nouvelle qui a pu être cachée au marché. Dès lors, la confiance est entachée et la société devra à nouveau convaincre pour regagner cette confiance.

■ Aller à la rencontre de ses investisseurs pour mieux les connaître

Maintenir un point de contact physique pour rencontrer des investisseurs est un sujet jugé important par ces derniers. Les forums ou *investor days* sont appréciés et permettent d'avoir une vraie rencontre avec les dirigeants de l'entreprise. Même si parfois certains contacts se passent par visio conférence, il convient de veiller à garder une rencontre physique au minimum une fois par an.

Par ailleurs, des visites de sites ou d'entreprises peuvent aussi être un moyen de mieux faire comprendre l'activité de l'entreprise.

Parallèlement, il est aussi utile pour les sociétés de comprendre quelle stratégie suit un investisseur donné. Cela permet de mieux comprendre les comportements des investisseurs institutionnels, et de mieux calibrer ses choix dans la recherche de nouveaux investisseurs. Toutefois, il est aussi conseillé de ne pas retirer des mailings d'information financière certains investisseurs au motif qu'ils ne s'intéressent plus à la valeur sur une période. Les stratégies d'investissement varient et l'absence sur une période ne signifie pas toujours que ces mêmes investisseurs ne reviendront pas sur la valeur dans un avenir plus ou moins proche.

■ Site internet

L'accès à certaines informations financières est parfois rendu difficile. Aussi, l'ergonomie du site et l'accès aux données financières devraient être améliorés. Les entreprises doivent clairement développer une rubrique dédiée à l'information financière et s'assurer régulièrement que les communiqués de presse ou autres informations financières y figurent et sont bien téléchargeables.

Annexe 1

Extrait des éléments d'information financière utilisés et considérés comme importants ou essentiels dans la prise de décision – Source SFAF

A La place de la société dans son secteur économique et les atouts dont elle dispose face à la concurrence.

1. Profil de l'entreprise :
 - a. Secteur d'activité
 - b. Structure du portefeuille / phases / pipeline
 - c. Positions de leadership
2. Activités / Marché :
 - a. Décomposition de la croissance organique (volume/prix/mix)
 - b. Répartition des ventes par activité et saisonnalité
 - c. Grandes tendances du marché
3. Positionnement concurrentiel :
 - a. Analyse de l'environnement concurrentiel
 - b. Barrières à l'entrée
 - c. Tendance de marché, taille potentielle du marché
4. Capacité de production :
 - a. Réserves de capacité
 - b. Part de la sous-traitance
5. Recherche et développement:
 - a. Niveau de R&D
 - b. Politique d'investissement
6. Politique commerciale - marketing :
 - a. Politique tarifaire
 - b. Potentiel de développement de la marque

B Les critères essentiels de la politique et de la stratégie suivie par les dirigeants.

7. Faits marquants de l'exercice ou du semestre :
 - a. Réalisations marquantes
 - b. Événements ayant eu un impact sur l'activité et les résultats
8. Stratégie :
 - a. Structure du business model, récurrence du chiffre d'affaires
 - b. Messages clés sur la stratégie poursuivie, axes stratégiques CT/LT
 - c. Moyens mis en œuvre pour les mener à bien
9. Objectifs de moyen terme et guidance :
 - a. Guidance sur année en cours et objectifs à 3/5 ans
 - b. Indicateurs qualitatifs ou quantitatifs

10. Conditions réglementaires :
 - a. Selon le secteur d'activité (impact REACH, Bale 3, Solvency 2)
 - b. Avantages et inconvénients de la réglementation actuelle dans votre domaine d'activité
 - c. Evolutions prévisibles et opportunités pour votre entreprise
11. Facteurs de risques :
 - a. Cibler les facteurs de risques endogènes
 - b. Risques sectoriels
12. Politique de croissance externe :
 - a. Prévision de croissance externe (part par rapport à l'organique)
 - b. Acquisitions : zones ou produits privilégiés
 - c. Aspects dilutifs / relutifs

C L'appréciation des performances financières de l'entreprise et les données permettant d'évaluer les perspectives de l'entreprise.

13. Indicateurs financiers ou extra financiers :
 - a. Evolution des grands indicateurs dans le temps : horizon 3/5 ans en vision pro forma.
 - b. Eléments de croissance du chiffre d'affaires (croissance externe et croissance organique)
 - c. Evolution du résultat opérationnel et Répartition du résultat d'exploitation par activité, impact du CICE
 - d. Commentaires sur les principaux postes du compte de résultat, explication sur les retraitements comptables et sur les indicateurs de performance alternative (non gaap)
 - e. Indicateurs RSE reflétant la matérialité des principaux risques Environnementaux (émissions de CO², consommations d'énergie, d'eau, gestion des déchets,...), Sociaux (taux d'accidents, taux d'absentéisme, turnover,...) et de Gouvernance (nombre d'indépendants au Conseil, nombre de femmes au Conseil,...)
14. Analyse de l'investissement et du financement :
 - a. Analyse du tableau des flux de trésorerie
 - b. Politique de Capex
 - c. Endettement, lignes de crédit, covenants bancaires, garanties en termes de montant et de niveau
 - d. Utilisation de Subventions et de mécanismes assimilés (CIR, Anvar..)
 - e. Politique en matière de dividendes
 - f. Politique d'allocation de la trésorerie
15. Organisation / Personnel :
 - a. Profil et expérience des dirigeants
 - b. Capital confiance, évolution des «management fees»
 - c. Politique en matière de rémunération avec l'activité
 - d. Nombre de salariés (CDI, CDD), actions et Budget formation

D Les paramètres boursiers de la société.

16. Structure du capital :
17. Gouvernance
18. Carte d'identité boursière
19. Promotion du titre

Annexe 2

Liste des personnes ayant participé à la réunion et à la relecture du document :

- Philippe Allamel, SFAF Département Emetteurs
- Bruno Beauvois, SFAF Délégué général
- Anne Bellavoine, Compagnie Financière Jacques Cœur
- Sophie Boudeau, Arbevel
- Cyril Charlot, Sycomore-am
- Barbara Cohen, BNPPARIBAS asset management
- Laure Delahousse, AFG
- Jean-François Delcaire, HMG Finance
- Gaël Faijean, Financière de l'Echiquier
- Andrzej Kawalec, Moneta
- Eric Pagniez, AFG Délégué général adjoint
- William de Premorel-Higgons, Evalfi
- Nicolas Royot, Portzamparc
- Emmanuel de La Ville, Ethifinance
- Laurent Wilk, Invest-Securities

Autres personnes interviewées :

- Caroline Gauthier, Amundi
- Isabelle de Gavoty, AXA Investment Manager
- Jean Marc Maringe, AXA Investment Manager
- Stéphanie Bobtcheff, Financière de l'Echiquier
- Alice Aymé, Gilbert Dupont Corporate Finance
- Jérôme Guyot, Gilbert Dupont Corporate Finance
- Bénédicte Thibord, Kepler Chevreux
- Raphaël Hoffstetter, Federal Finance

AMF :

- Etienne Cunin, Direction des émetteurs
- Thomas Bouvet, Direction des émetteurs
- Isabelle Guezet, Direction des émetteurs