

Analyse financière : **Les normes comptables IFRS signent-elles l'arrêt de mort du ROCE ?**

Par Bruno Husson ⁽¹⁾

Les analystes financiers comptent - ou devraient compter - parmi les lecteurs les plus assidus des comptes consolidés publiés par les sociétés cotées, et ceci tout simplement parce que cette lecture est l'une des composantes essentielles de leur métier. Pour l'avoir oublié au plus fort de la folie boursière des années 1999-2000, quelques analystes vedettes se sont brûlés les doigts et ont mis à mal la crédibilité de toute une profession.

Plus récemment, les manipulations comptables à grande échelle révélées par des scandales boursiers de type Enron ont mis en lumière toute la difficulté du métier d'analyste financier et l'importance des enjeux sous-jacents à un décryptage rigoureux de l'information comptable⁽²⁾. Formulé autrement, de tels événements militent pour un retour à une pratique ancienne du métier selon laquelle l'examen minutieux des états comptables historiques constitue le point de départ obligé de toute analyse.

Dans un tel contexte, les nouvelles normes comptables IFRS qui s'appliqueront dès 2005 à toute entreprise européenne cotée semblent arriver à point nommé, car elles ont pour objectif prioritaire d'améliorer la qualité de l'information financière dont disposent les investisseurs en vue de leurs choix d'investissement. Bien plus, les analystes financiers dont la mission est précisément d'éclairer ces choix devraient se féliciter de l'avènement de ces nouvelles normes. Or le scepticisme affiché ici et là à l'égard des IFRS montre à l'évidence qu'il n'en est rien.

Les raisons de cette situation sont illustrées par le présent article qui analyse l'impact des IFRS sur le calcul et l'interprétation d'un ratio emblématique de l'analyse financière moderne, le ROCE (*Return On Capital Employed*). Comparé au WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), le ROCE est un indicateur de création de valeur : pour cette raison, il est devenu un instrument privilégié de la communication financière des dirigeants d'entreprises cotées. Comparé au taux de croissance, le ROCE mesure également le potentiel d'une activité à générer des excédents de trésorerie : pour cette raison, il constitue un outil très précieux pour l'estimation de la valeur de marché d'une entreprise. Dans un cas comme dans l'autre, la pertinence du message dépend dans une large mesure des conventions comptables utilisées pour la détermination des composantes du ratio. Or à cet égard, force est de reconnaître que les normes comptables IFRS vont plutôt contribuer à brouiller le message, à défaut de le rendre totalement inaudible.

(1) Bruno Husson dirige Close Brothers Fairness, société spécialisée dans l'évaluation financière et les « fairness opinions », créée en association avec la banque d'affaires Close Brothers SA. Il est par ailleurs Professeur Affilié du groupe HEC (département Finance) et membre fondateur de la Société Française des Évaluateurs (Sfev). Le présent article figurait dans le recueil d'opinions émis en décembre 2004 par l'AFG et la FFSA sous l'intitulé « Les points de vue des investisseurs sur l'adoption des normes IFRS » et a été publié en juillet 2005 dans la revue Option Finance (n° 841).

(2) Voir notamment « L'information financière en crise – Comptabilité et Capitalisme » par N. Véron avec M. Autret et A. Galichon, éditions Odile Jacob, mai 2004

ROCE et création de valeur

L'analyse financière a beaucoup évolué depuis une trentaine d'années. Quittant le champ clos de l'analyse du risque de crédit, elle a redéfini ses objectifs et enrichi la gamme de ses outils afin de répondre à des préoccupations plus larges que celles du banquier prêteur. L'analyse financière s'est ainsi progressivement transformée pour intégrer les préoccupations des investisseurs en fonds propres, qu'il s'agisse par exemple des investisseurs institutionnels dans les caisses de retraite ou les compagnies d'assurances, des gérants de portefeuilles dans les services de gestion privée des banques, ou encore des investisseurs professionnels dans les fonds d'investissement (capital risque, capital développement, LBO). Ainsi, à mesure que les actionnaires reprenaient la position centrale qu'ils avaient plus ou moins délaissée au profit des créanciers, le centre d'intérêt de l'analyse financière a changé de côté, passant du passif du bilan avec l'examen de la structure financière à l'actif du bilan avec l'appréciation de la rentabilité du portefeuille d'activités.

La meilleure illustration de la révolution copernicienne que l'analyse financière a connue depuis la fin des années soixante est fournie par la définition qui est désormais donnée de « l'équilibre financier » : une entreprise en bonne santé financière n'est plus une entreprise solvable car dotée d'un bilan solide respectueux des règles de l'orthodoxie financière imposées par les banquiers prêteurs, mais une entreprise qui crée de la valeur parce que la rentabilité attendue sur les capitaux investis⁽³⁾ est supérieure à la rentabilité exigée par les bailleurs de fonds (autrement dit le coût des capitaux investis).

Au début des années quatre-vingt-dix, dans le prolongement direct de l'évolution de l'analyse financière qui vient d'être évoquée, la notion de création de valeur a été remise au goût du jour de façon très marketing par le cabinet de conseil *Stern & Stewart* sous le vocable déposé « Economic Value Added - EVA[®] ». En réalité, les deux concepts sous-jacents de rentabilité et coût des capitaux investis se trouvent depuis fort longtemps à la base des principes de choix d'investissement enseignés dans les manuels de finance d'entreprise. De fait, la nouveauté réside plutôt dans l'utilisation intensive de ces deux concepts par les analystes financiers, et ceci à travers des outils d'analyse plus ou moins appropriés en raison des décalages qui existent inévitablement entre une théorie et sa traduction opérationnelle.

La rentabilité attendue sur les capitaux investis dépend des flux monétaires espérés sur le portefeuille d'investissements. C'est un concept de portée générale qui fait référence à la rentabilité des capitaux investis par l'ensemble des bailleurs de fonds sur la durée de vie de l'entreprise, soit un horizon de temps a priori indéterminé qui reflète le statut juridique des actions. La traduction concrète de ce concept s'appuie logiquement sur l'information comptable publiée par l'entreprise. Elle prend la forme d'un ratio qui rapporte le résultat économique dégagé sur une période donnée (généralement un an) au montant des capitaux investis en début de période : c'est la rentabilité des capitaux mis en œuvre, ratio universellement reconnu sous le sigle ROCE (*Return On Capital Employed*). Par construction, un tel ratio ne peut comporter la double dimension temporelle et normative du concept sous-jacent : il s'applique en effet à une année donnée et son niveau actuel peut différer du niveau espéré sur le moyen-long terme.

La rentabilité exigée sur les capitaux investis dépend du loyer de l'argent (ou taux d'intérêt sans risque) et de l'incertitude qui pèse sur les flux monétaires futurs. Elle correspond à la rémunération normalement exigée par un investisseur pour financer un projet de mêmes caractéristiques en termes de maturité et de risque que le portefeuille d'investissements de

(3) La notion de capitaux investis (encore désignés « capitaux mis en œuvre » ou en anglais « capital employed ») s'appuie sur un bilan schématique de l'entreprise, aujourd'hui couramment utilisé par les analystes financiers, qui fait figurer à l'actif les immobilisations et le besoin en fonds de roulement (i.e. les investissements nécessaires à l'exploitation) et au passif les capitaux propres et l'endettement financier net (i.e. les capitaux mis à disposition par l'ensemble des bailleurs de fonds, actionnaires et créanciers).

l'entreprise considérée. Cette rémunération intègre les facteurs temps et risque sans qu'il soit clairement précisé comment le risque se conjugue avec le temps. La traduction pratique du concept est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) communément désigné par le sigle anglais WACC. Dans la pratique, l'estimation de ce taux constitue un vrai casse-tête pour les analystes, car cela exige de trouver des réponses opérationnelles à des problèmes aussi complexes et variés que la définition, la mesure et le prix du risque, ou encore l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs. Il en résulte une grande confusion attestée par le fait qu'à une date donnée, une même entreprise se verra rarement attribuer le même WACC par des équipes d'analystes concurrentes⁽⁴⁾.

En raison des décalages susmentionnés entre concepts et outils d'analyse, le discours tenu sur la création de valeur à partir d'une comparaison instantanée entre les niveaux respectifs du ROCE et du WACC tombe très souvent à plat⁽⁵⁾. Mais surtout, quand bien même ce ne serait pas le cas, ce type de discours s'avère stérile au regard de la fonction d'évaluation (et de conseil en investissement) rappelée ci-après qui demeure théoriquement la justification première du métier d'analyste financier. La raison en est que les cours boursiers intègrent déjà la valeur susceptible d'être créée par les investissements actuels ou futurs, si bien que seules importent les surprises, bonnes ou mauvaises, que les réalisations laisseront transparaître au fil du temps sur la valeur effectivement créée par les investissements réalisés.

ROCE et génération d'excédents de trésorerie

La fonction première de l'analyste financier « sell-side » est de formuler des recommandations d'investissement (achat, vente, conservation) à l'attention des gérants de fonds, clients ou prospects institutionnels de la société de bourse qui l'emploie. Pour ce faire, l'analyste doit d'abord se forger une conviction forte sur la valeur des titres suivis et comparer ensuite les estimations obtenues aux cours boursiers affichés sur le marché. Aujourd'hui, ce travail d'évaluation repose principalement sur l'actualisation des flux disponibles (ou méthode DCF pour *Discounting Cash Flows*), car les approches analogiques de l'évaluation (méthode des comparaisons boursières ou des transactions comparables) se trouvent fréquemment disqualifiées en raison de l'insuffisance des données disponibles ou encore du caractère circulaire⁽⁶⁾ des évaluations effectuées.

Pour les analystes financiers, le principal défi de la méthode DCF est la détermination des flux susceptibles d'être générés par le portefeuille d'activités de l'entreprise. Sur le court terme, c'est-à-dire sur une période de visibilité qui recouvre généralement l'exercice en cours et les deux exercices suivants, l'estimation de ces flux repose sur la construction d'un jeu complet d'états financiers prévisionnels. Au delà de cette période, la production de prévisions détaillées est certes possible grâce à la magie des tableurs, mais s'apparente à un exercice artificiel qui nuit à la crédibilité de l'évaluation. Pour autant, ne considérer que les flux des deux ou trois prochaines années et par suite déterminer une valeur terminale à un horizon très rapproché n'est pas non plus satisfaisant : le poids de la valeur terminale serait alors prédominant si bien que l'évaluation semblerait reposer sur du sable.

(4) Voir à ce sujet « Evaluation financière : A-t-on encore besoin du WACC ? » par B. Husson, Les Echos du 28 octobre 2004, cahier spécial « L'art du management » réalisé en collaboration avec le Groupe HEC

(5) Selon cette analyse, la valeur créée au cours d'un exercice donné est mesurée par la formule suivante :
Valeur créée = capitaux investis * [ROCE - WACC]

(6) Considérons une société A évaluée sur la base des multiples affichés par les deux sociétés cotées comparables B et C. La société B peut à son tour être évaluée sur la base des multiples affichés par les deux sociétés cotées comparables C et A. De même, la société C ...

D'où l'intérêt de la solution alternative, désormais adoptée par un nombre croissant d'évaluateurs, qui consiste à ajouter à la période de visibilité une période complémentaire où les flux disponibles sont déterminés par simple extrapolation des deux paramètres clés qui conditionnent les flux futurs, à savoir la rentabilité (ROCE) et la croissance (g) des capitaux investis⁽⁷⁾. Ces deux paramètres ont apparemment un impact contradictoire sur le signe et le montant des flux disponibles. Ainsi, grâce à la fameuse matrice stratégique du cabinet de conseil *Boston Consulting Group*, il est bien connu que les activités dites "vaches à lait" (c'est à dire générant des liquidités abondantes) sont des activités qui allient un bon niveau de rentabilité et une croissance faible, et qu'à l'inverse les activités considérées comme des "dilemmes" (car fortement consommatrices de fonds) sont des activités en développement rapide et caractérisées par une rentabilité encore modeste. En réalité, l'impact de la croissance sur les flux de trésorerie et par suite sur la valeur d'une activité n'est pas aussi simple à établir.

Deux raisons à cette difficulté. Tout d'abord, il est bien rare que la modification du rythme de la croissance soit sans incidence sur le niveau de la rentabilité. Ainsi, dans des activités "à fort levier opérationnel" caractérisées par le poids important des charges fixes (secteur de l'hôtellerie par exemple), toute augmentation du chiffre d'affaires a un effet démultiplicateur sur la marge économique et par là-même sur la rentabilité des capitaux. Ensuite, la relation flux-croissance n'a véritablement de signification que si l'on raisonne sur la durée et non pas seulement sur un horizon limité à quelques années. La croissance n'est jamais éternelle : s'il est vrai que la phase de forte croissance coïncide généralement avec un besoin important de capitaux, la phase de maturité qui lui succédera tôt ou tard se traduira à l'inverse par l'apparition de soldes de trésorerie fortement excédentaires (sous réserve naturellement que l'arrivée à maturité ne s'accompagne pas d'une chute de la rentabilité, en raison par exemple d'une pression concurrentielle accrue). Ainsi, sous réserve de considérer une activité sur l'ensemble de sa durée de vie présumée, la croissance a un impact positif sur le montant des flux de trésorerie futurs et donc sur la valeur de marché de cette activité.

Parce qu'il permet de rationaliser l'extrapolation sur le moyen terme des flux de trésorerie générés par une activité et crédibilise ainsi les estimations fournies par la méthode DCF, le ROCE constitue un outil extrêmement précieux pour l'évaluation des entreprises. Et c'est bien ce deuxième contexte d'utilisation du ratio axé sur la notion concrète de flux de trésorerie, plus que le premier, évoqué plus haut, centré sur le concept abstrait de création de valeur, qui justifie à nos yeux tout l'intérêt porté pour ce ratio par les analystes financiers et au delà par l'ensemble de la communauté financière.

ROCE et référentiel comptable

Quel que soit le contexte d'utilisation, le ROCE n'en demeure pas moins un ratio calculé ou extrapolé à partir des états financiers. De ce fait, le niveau du ratio et son évolution dépendent largement des conventions comptables utilisées pour déterminer le montant des composantes qui entrent dans son calcul, à savoir le résultat opérationnel au numérateur et les capitaux employés au dénominateur. Afin d'illustrer cette dépendance et apprécier ensuite l'impact potentiel des nouvelles normes comptables IFRS sur la pertinence du ROCE, considérons l'exemple suivant qui simule le passage d'une comptabilité traditionnelle en coûts historiques à une comptabilité où tous les actifs et passifs sont évalués à leur valeur de marché (*full fair value accounting*).

(7) Les flux générés par une activité sur un exercice donné sont obtenus au moyen de la formule suivante :

$$\text{Flux générés par l'activité} = \text{capitaux investis} * [\text{ROCE} - g]$$

L'activité dont il s'agit n'exige aucun investissement en immobilisations (les constructions ou équipements nécessaires sont loués), mais requiert des capitaux pour financer le besoin en fonds de roulement. Les capitaux employés, stables depuis deux ans, se montent à 100 k€ ; la croissance attendue, très élevée sur les deux premières années de la période considérée (triplement puis doublement des capitaux employés), diminue rapidement pour devenir nulle à compter de la cinquième année. Le retour sur investissement est supposé constant et égal à 20% ; il existe néanmoins un différé d'environ 24 mois, si bien que les investissements réalisés au cours de l'année n ne génèrent le résultat normatif attendu qu'à partir de l'année (n+2). La rentabilité exigée par les apporteurs de capitaux (WACC) s'élève à 8%.

Le tableau 1 ci-après présente l'évolution attendue des principaux paramètres de cette activité sur les cinq prochaines années. La durée de vie de l'activité étant supposée infinie, l'année normative donne les paramètres à prendre en compte au delà de cette cinquième année.

Tableau 1 : données de base

Année		1	2	3	4	5	normative
Capitaux employés en début d'année	CE_{t-1}	100.0	300.0	600.0	900.0	990.0	990.0
Capitaux employés en fin d'année	CE_t	300.0	600.0	900.0	990.0	990.0	990.0
variation sur l'année (%)	g	200.0%	100.0%	50.0%	10.0%	0.0%	0.0%
Rentabilité des investissements	r_t	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Résultat économique à dette nulle ⁽¹⁾	$R_{a,t} = r_t \cdot CE_{t-2}$	20.0	20.0	60.0	120.0	180.0	198.0
Flux économique à dette nulle ⁽²⁾	$F_{a,t} = R_{a,t} - [CE_t - CE_{t-1}]$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0
Coût du capital	Wacc	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

(1) Couramment désigné par le sigle NOPAT pour "Net Operating Profit After Tax"

(2) Plus couramment dénommés "free cash flows" ou "free cash flows to firm"

L'intérêt et les limites éventuelles des deux utilisations du ROCE évoqués plus haut sont assez bien illustrés dans le tableau 2 ci-après qui se place dans le cadre traditionnel de la comptabilité en coûts historiques.

Tableau 2 : ROCE et comptabilité en coûts historiques

Année		1	2	3	4	5	normative
Roce	$R_{a,t} / CE_{t-1}$	20.0%	6.7%	10.0%	13.3%	18.2%	20.0%
Mesure de la richesse créée	$[Roce - Wacc] \cdot CE_{t-1}$	12.0	-4.0	12.0	48.0	100.8	118.8
Mesure des flux générés	$[Roce - g] \cdot CE_{t-1}$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0

Ainsi en va-t-il du ROCE comme instrument de mesure de la valeur créée sur une période donnée. En raison du différé sur la rentabilité des investissements et d'une croissance élevée l'année précédente, la comparaison du ROCE et du WACC sur la deuxième année (respectivement 6.7% et 8%) fait ressortir une destruction de valeur (-4 k€) alors même que les investissements de la période sont créateurs de valeur (rentabilité attendue de 20% à comparer à une rentabilité exigée de 8%). En raison d'une croissance moindre, la même erreur ne se reproduit pas les années suivantes. Pour autant, en raison du différé de rentabilité sur les investissements, il n'en demeure pas moins que la mesure donnée de la création de valeur est sous-évaluée jusqu'à l'année normative où tous les investissements effectués dégagent la rentabilité normative de 20%.

En revanche, de telles limites ne se retrouvent pas au niveau de l'utilisation alternative du ROCE évoquée plus haut. Ainsi, pour toutes les années considérées, la comparaison du ROCE avec g , taux de croissance des capitaux employés, permet de retrouver les flux de trésorerie dégagés par l'activité et calculés de manière directe dans le tableau 1.

Le tableau 3 ci-après illustre les mêmes utilisations du ROCE mais en se plaçant cette fois dans un référentiel comptable où tous les actifs et passifs sont évalués en valeur de marché. Dans un tel contexte, il convient de redéfinir non seulement la valorisation des capitaux employés (donnée par la valeur actuelle des flux futurs au taux de rentabilité requis par les bailleurs de fonds), mais également la mesure du résultat (donnée par le flux généré au cours de la période augmenté de la variation de valeur des capitaux employés au cours de la même période).

Tableau 3 : ROCE et comptabilité en valeurs de marché

Année		1	2	3	4	5	normative
Valeur de marché en début d'année ⁽¹⁾	$V_{a,t-1}$	1 231.8	1 510.3	1 911.1	2 304.0	2 458.3	2 475.0
variation	g'		22.6%	26.5%	20.6%	6.7%	0.7%
Résultat économique corrigé	$R'_{a,t} = F_{a,t} + [V_{a,t} - V_{a,t-1}]$	98.5	120.8	152.9	184.3	196.7	198.0
Roce'	$R'_{a,t} / V_{a,t-1}$	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Mesure de la richesse créée	$[Roce' - Wacc] \cdot V_{a,t-1}$	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mesure des flux générés	$[Roce' - g'] \cdot V_{a,t-1}$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0

(1) Valeur actuelle, au taux de 8%, des flux économiques à dette nulle à venir sur un horizon infini

S'agissant de mesurer la création de valeur par comparaison entre le ROCE et le WACC, la conclusion est alors sans appel : l'objectif devient totalement caduque. En effet, comme attesté par les données du tableau 3, si les actifs sont comptabilisés à leur valeur de marché, ROCE et WACC coïncident et aucune indication sur la valeur créée par les capitaux investis ne peut être inférée de la comparaison entre les deux taux. Autrement dit, lorsque les actifs ne sont plus comptabilisés à leur coût historique d'origine mais à leur valeur de marché, il s'avère totalement vain d'inférer quelque jugement que ce soit sur la valeur créée par la politique d'investissement à partir du niveau du ROCE proprement dit ou à partir de l'évolution du ratio dans le temps.

En revanche, sur la base de chiffres qui ont été totalement modifiés par le changement de référentiel comptable, la comparaison entre le ROCE et le taux de croissance des capitaux employés (respectivement dénotés $Roce'$ et g' dans le tableau 3) reste parfaitement valide et permet à nouveau de retrouver les flux de trésorerie sur toutes les années de la période considérée.

L'avènement des normes comptables IFRS ne signifie pas l'instauration immédiate d'un système comptable où tous les actifs seraient valorisés à leur valeur de marché, même si tel est bien l'objectif ultime que semblent rechercher les normalisateurs de l'IASB. En effet, au stade actuel de développement des IFRS, le principe d'une comptabilisation en « juste valeur » ne s'applique qu'à certaines classes d'actif et de passif ou lors de circonstances particulières. Il en résulte des états financiers de nature hybride et un ROCE qui devient cette fois inapproprié non seulement pour appréhender la création de valeur mais également pour mesurer la génération de flux de trésorerie. La norme IFRS 3 (anciennement IAS 22) applicable à la comptabilisation des opérations de croissance externe en fournit une bonne illustration.

Aux termes de cette norme, les actifs acquis doivent être comptabilisés à leur « juste valeur » (méthode du coût d'acquisition ou *purchase accounting*) et il est désormais interdit de les enregistrer dans le bilan de l'acquéreur au coût historique d'origine affiché au bilan de la cible (méthode de la

mise en commun d'intérêts ou *pooling of interest*). Dès lors, le ROCE devient un ratio hétérogène en raison du caractère hétéroclite de son dénominateur, constitué pour partie des capitaux investis de l'entreprise acquéreuse, qui restent valorisés à leur coût historique d'origine, et pour partie des capitaux investis de l'entreprise acquise, qui sont désormais valorisés à leur valeur de marché (telle que définie par le prix payé par l'entreprise acquéreuse). De ce fait, l'extrapolation du ROCE historique et sa comparaison avec le taux de croissance anticipé pour appréhender les flux futurs conduit à des conclusions erronées⁽⁸⁾.

Cette dernière conclusion est illustrée par le tableau 4 ci-après. Ce dernier reprend l'exemple précédent en supposant d'une part que l'augmentation des capitaux employés enregistrée sur les années 1 à 4 (cf. tableau 1) provient exclusivement de la croissance externe, et d'autre part que tous ces investissements sont comptabilisés à leur valeur de marché comme stipulé par la norme IFRS 3. De ce fait, les capitaux employés sont valorisés de manière hybride : partie en coûts historiques pour les capitaux existant en début d'année 1, partie en valeur de marché pour tous les investissements ultérieurs. Parallèlement, on en reste à la définition usuelle du résultat économique.

Dans un tel contexte, la mesure de la richesse créée donnée par la comparaison du ROCE et du WACC ne correspond plus à rien, sauf pour la première année où les capitaux employés sont comptabilisés en coûts historiques. Parallèlement, contrairement aux deux contextes examinés précédemment, la comparaison entre le ROCE et le taux de croissance des capitaux employés (respectivement dénotés *Roce*" et *g*" dans le tableau 4) ne permet plus de retrouver les flux de trésorerie, sauf dans le cas particulier - peu utile dans la pratique de l'évaluation - où la croissance a totalement disparu (situation décrite par l'année normative du tableau 4).

Tableau 4 : ROCE et référentiel comptable « hybride »

Année		1	2	3	4	5	normative
Capitaux employés "hybrides"	CEH_{t-1}	100.0	1 260.3	1 661.1	2 054.0	2 208.3	2 225.0
variation	<i>g</i> "		1160.3%	31.8%	23.7%	7.5%	0.8%
Roce"	$R_{a,t} / CEH_{t-1}$	20.0%	1.6%	3.6%	5.8%	8.2%	8.9%
Mesure de la richesse créée	$[Roce" - Wacc] \cdot CEH_{t-1}$	12.0	-80.8	-72.9	-44.3	3.3	20.0
Mesure des flux générés	$[Roce" - g"] \cdot CEH_{t-1}$	-1 140.3	-380.8	-332.9	-34.3	163.3	198.0

ROCE : objet de toutes les manipulations comptables ?

Quand bien même l'avènement des normes IFRS viendrait jeter un doute sérieux sur la pertinence du ratio, nous faisons le pari que le ROCE restera encore longtemps un outil privilégié de la communication financière des dirigeants d'entreprises cotées. La raison est aisée à comprendre : le ROCE est un concept à la fois simple et puissant, qui a certes mis du temps à pénétrer les esprits, mais qui s'est aujourd'hui imposé dans les groupes au point de devenir parfois un paramètre clé dans la mesure de la performance des responsables opérationnels et ce faisant dans la détermination de la partie variable de leur rémunération.

(8) Rien de tel avec la méthode de la mise en commun, car le ratio reste homogène. Pour retrouver cette homogénéité, il suffit en théorie d'ajuster la valeur comptable des capitaux employés en retranchant les survaleurs générées par la croissance externe (déduction faite des amortissements ou dépréciations postérieures à la date d'acquisition). Un tel ajustement n'est cependant guère facilité par le référentiel IFRS qui exige l'imputation la plus poussée possible du goodwill initial à différentes classes d'actifs (marques, brevets, constructions, ...) et rend possible l'affectation du goodwill résiduel (i.e. l'écart d'acquisition) à différentes branches d'activités.

Conjugué au fait que les nouvelles normes comptables, claires et rigoureuses au niveau des principes, restent très souvent floues sur les modalités d'application, un tel constat signifie un risque accru de manipulations comptables. Gageons à cet égard que la relative souplesse autorisée par la période de transfert de référentiel comptable (cf. IFRS 1) sera plutôt utilisée dans les entreprises pour éviter toute réduction intempestive du ROCE (voire pour améliorer le ratio), que pour accroître la cohérence interne des états financiers publiés ou accélérer la convergence de ces états avec ceux de concurrents étrangers (américains notamment). Ainsi, il serait surprenant que des groupes cotés décident, comme la norme IFRS 1 leur en donne la possibilité, de retraiter selon la méthode du coût d'acquisition des opérations de croissance externe réalisées avant le 1^{er} janvier 2005 et ayant bénéficié du traitement comptable dérogatoire de la mise en commun. Bien plus, en raison même de la profondeur des changements impliqués par les normes IFRS, il est probable que des retraitements ou ajustements effectués aujourd'hui par les analystes financiers pour retrouver la puissance originelle du ROCE, notamment comme instrument d'extrapolation des flux disponibles, ne puissent plus être mis en œuvre.

En définitive, à trop vouloir éclairer les investisseurs en cherchant à leur fournir une information auto-suffisante sur la valeur des actifs détenus, on en arrive paradoxalement à compliquer notablement le travail des analystes financiers dont la mission est précisément d'éclairer les choix de ces mêmes investisseurs, et tout ceci en prenant le risque de fournir aux uns comme aux autres une information possiblement obsolète le jour même de sa publication. A ce stade, alors que les premiers comptes consolidés des groupes français en norme IFRS ne sont pas encore sortis, il est assurément trop tôt pour porter un jugement définitif. Des évolutions sont toujours possibles, comme attesté par les aménagements finalement apportés à la norme IAS 39 relative à la comptabilisation des instruments financiers. Mais par dessus tout, la qualité et la profondeur de l'information qui devrait être publiée dans les annexes, en application notamment de la norme IAS 14 sur l'information sectorielle, seront déterminants sur l'avenir du ROCE comme instrument privilégié d'analyse et de communication financière.