

Christopher **Hossfeld**, Professeur Assistant,
Département Comptabilité Gestion Audit
ESCP-EAP
79, av. de la République
75543 Paris cedex 11
chossfeld@escp-eap.net

Louis **Klee**, Maître de Conférences
Chaire de Comptabilité Financière et Audit
CNAM
292, Rue Saint-Martin
75141 Paris cedex 3
klee@cnam.fr

Informations financières sur la performance des entreprises allemandes et françaises

Résumé

Dans leur rapport annuel, les entreprises ne communiquent pas seulement l'indicateur principal de performance : le résultat net mais également et de plus en plus d'autres indicateurs, considérés comme plus « modernes ». L'objectif de ce papier est de vérifier empiriquement comment des entreprises allemandes et françaises utilisent ces nouveaux indicateurs dans leurs états financiers.

Mots clés : résultat net, indicateurs « modernes » de performance, états financiers, entreprises allemandes et françaises

Abstract

In addition to the main financial performance indicator in financial statements "Net Income" enterprises communicate increasingly other, considered to be more modern performance indicators. The objective of the present paper is to empirically capture how German and French companies report on these indicators in their annual report.

Key Words : net income, "modern" performance indicators, financial statements, German and French companies

1. Introduction

Dans leur rapport annuel, les entreprises ne communiquent pas seulement l'indicateur principal de performance qui est le résultat net mais également et de plus en plus d'autres indicateurs considérés comme plus « modernes ». Ceux-ci sont parfois plus ou moins liés au bilan et au compte de résultat (par exemple : l'EBITDA ou le ROCE)¹ mais, dans d'autres cas, plutôt indépendants de ces deux documents (par exemple : l'EVA ou le TSR)². L'objectif

¹ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ; ROCE : Return On Capital Employed

² EVA : Economic Value Added ; TSR : Total Shareholder Return

de ce papier est de vérifier empiriquement comment des entreprises allemandes et françaises utilisent ces nouveaux indicateurs dans leurs états financiers.

L'échantillon est composé des entreprises qui font partie du DAX 30 pour l'Allemagne et du CAC 40 pour la France. Il est analysé pour répondre aux questions suivantes :

- Quels sont les types d'indicateurs « modernes » utilisés par les entreprises ?
- Existe-t-il des indicateurs « standards » utilisés par toutes les entreprises ou une majorité d'entre elles ?
- Y-a-t-il des différences entre les entreprises allemandes et françaises ?
- Les entreprises présentent-elles les mêmes indicateurs d'un exercice à l'autre (comparaison 2001 et 2000) ?
- Où sont publiés ces indicateurs : rapport de gestion, annexe, ?
- Les entreprises donnent-elles assez d'informations sur la définition de leur indicateur ?

Le but de tout indicateur de performance est de permettre aux utilisateurs des informations financières de juger la situation économique d'une entreprise dans le temps mais aussi par rapport à d'autres entreprises. Pour cette raison, il est particulièrement intéressant de regarder si les entreprises utilisent des indicateurs comparables, renforçant ainsi la qualité des informations financières, ou si la diversité des indicateurs utilisés conduit au contraire à une situation de confusion.

2. Généralités

L'introduction des indicateurs de performance a voulu combler des lacunes de l'information comptable. Elle exprime la réorientation de la communication financière et traduit des changements de son statut.

2.1. La réorientation de la communication financière

De plus en plus d'entreprises se sont orientées ces dernières années vers les marchés de capitaux pour se financer. Une conséquence de ce mouvement est le rôle croissant des actionnaires qui se manifeste principalement dans l'exigence de création de valeur (actionnariale). Ces attentes des actionnaires ont, entre autres, deux effets sur les entreprises concernées.

Premièrement, il leur faut adapter l'organisation et la gestion interne à ces, parfois nouvelles, exigences (par exemple, recentrage sur les métiers de base, transparence organisationnelle accrue, utilisation de nouveaux indicateurs de gestion). Deuxièmement, les entreprises

doivent diriger leur communication financière de plus en plus vers les actionnaires. En Europe continentale, ce fut un changement et un problème majeurs pour les entreprises.

Un changement car jusque là les entreprises avaient plutôt l'habitude de cibler leurs informations financières en fonction des créanciers puisqu'elles entretenaient des liens plus étroits avec leur banquier qu'avec leurs actionnaires, sans sous estimer le poids de l'Etat, en particulier en France. Par ailleurs, les actionnaires étaient moins exigeants en matière d'information financière ; ce qui a changé à la suite de l'arrivée de plus en plus d'investisseurs étrangers, notamment anglo-saxons.

La nouvelle orientation de la communication financière vers les actionnaires posait (et pose toujours) également un problème aux entreprises. Il est difficile de répondre aux exigences d'information des actionnaires en suivant des règles et principes (comptables) qui ont été conçus pour les créanciers (principe de prudence, principe de coûts historique, etc.). A l'égard des actionnaires en outre, ce cadre conceptuel comptable ne permet pas de procurer toutes les informations voulues. Aussi, entre autres reproches faits aux informations purement comptables, la comptabilité ne fournit que des données rétrospectives et, en plus, ces données sont manipulables et manipulées grâce aux options et choix comptables, bref par la politique comptable (Baetge/Noelle 2001, p. 175 ; Ruhwedel/Schultze 2002, p. 603).

Bien qu'on puisse constater aujourd'hui une certaine amélioration, notamment dans les comptes consolidés (obligation d'un tableau des flux de trésorerie, comptabilisation à la juste valeur dans certains domaines, possibilité de présenter le compte de résultat avec un classement des charges par destination, mode de classement qui correspond mieux au reporting interne, etc.), le bilan et le compte de résultat seuls ne peuvent toujours pas fournir toutes les informations pertinentes pour les actionnaires. Le décalage entre les exigences des actionnaires et les possibilités (légales) d'information des entreprises est susceptible de créer ou de renforcer des asymétries d'information entre ces deux protagonistes.

Pour surmonter ce problème, les parties prenantes ont revendiqué, recherché et ensuite commencé à développer un système d'informations plus large que la (simple) comptabilité. Il est souvent appelé *Value Reporting* (nom déposé par PWC (2001)), *Business Reporting* (projet de recherche de l'AICPA (1994 ; 2000) et du FASB (2001)) ou plus généralement *Performance Reporting*. L'objectif du *Performance Reporting* est de donner des informations qui (actuellement) ne figurent pas dans les éléments principaux des états financiers (bilan, compte de résultat) pour réduire ainsi l'asymétrie précitée. En même temps, la réduction ou l'élimination de cette asymétrie d'informations permet de combler l'écart entre la valeur

boursière (inférieure, selon ce que le management pense et dit) et la valeur intrinsèque (actuelle ou même potentielle) de l'entreprise (Caby/Hirigoyen 2001, p. 9).

En pratique, les entreprises ont d'autres endroits que le bilan et le compte de résultat pour placer leur *Performance Reporting*. D'abord, l'annexe et le rapport de gestion offrent tous les deux plus de liberté concernant les informations (volontairement) publiées. Ensuite, en ce qui concerne la plaquette annuelle, sa partie « libre », c'est-à-dire hors états financiers, peut aussi accueillir ce type d'informations. C'est principalement cette deuxième possibilité qui soulève le problème de la fiabilité d'une telle publication volontaire et amène, en conséquence, à formuler des exigences à son égard.

2.2. Les changements dans le statut de l'information et de la communication financière

L'irruption des nouveaux indicateurs de performance révèle quatre grands changements dans le statut de l'information et de la communication comptable et financière de l'entreprise.

En premier lieu, cette information, ou communication, ne se limite plus aux seules données comptables brutes, c'est-à-dire chiffrées. Face à la complexité croissante des opérations, de leur traitement comptable et donc de l'information, l'entreprise cherche à donner des éléments d'une lecture simplifiée, synthétique qu'elle s'efforce d'accompagner de commentaires explicatifs et justificatifs. Cette évolution traduit une volonté de pédagogie à l'attention des actionnaires.

Elle traduit aussi le développement de l'utilisation d'outils d'analyse ou d'interprétation financière qui préparent, voire justifient ou orientent les commentaires sur la situation financière ou stratégique de l'entreprise. L'entreprise prolonge son effort d'information vers l'aval et « prépare » en quelque sorte le travail de l'analyste. Ce mouvement peut se caractériser comme une évolution de la comptabilité vers l'analyse financière.

Il convient de constater également que les nouveaux indicateurs ne sont pas issus des organismes de normalisation comptables nationaux ou internationaux, publics ou professionnels. Ils relèvent de l'initiative de « créateurs » et « propagandistes » privés qui développent une lucrative activité de conseil par le biais du dépôt de marques. Ainsi notamment des indicateurs EVA ou MVA, TSR ou TBR, CFROI³ (Hoarau 2001 p. 8). Ces développements « créatifs » de la communication financière s'appuient sur la critique évoquée ci-dessus des insuffisances des grandeurs comptables classiques (résultat net, capitaux propres) ou soldes intermédiaires de gestion. Cette évolution fait apparaître un

³ EVA : *Economic Value Added*; MVA : *Market Value Added*; TSR : *Total Shareholder Return*; TBR : *Total Business Return*; CFROI : *Cash Flow Return On Investment*.

transfert d'une normalisation comptable publique ou professionnelle vers une normalisation à caractère privé et marchand. Selon une démarche marketing, les créateurs de ces concepts tendent à populariser ou imposer des expressions « création de valeur », « capitaux employés » dont « le succès récent » cache par trop l'ancienneté de leur problématique (Hoarau 2001, p. 1).

Mais ces concepts « privés » font l'objet d'imitation ou d'adaptations originales par les entreprises qui veulent échapper en outre à l'emprise de la propriété intellectuelle liée aux marques déposées, tout en suivant ou accompagnant les tendances du « marché de la communication financière ». Cette évolution marque une orientation vers une « normalisation micro-économique », qui peut être interprétée comme antinomique d'une réelle normalisation. Ces développements « créatifs » jouent de la garantie *a priori* d'une application comparable dans le temps et dans l'espace alors qu'ils relèvent de choix internes à l'entreprise, qui sont justifiés ou non à l'égard du lecteur externe, et sont déterminés selon le calcul de gestionnaires internes, éventuellement dans le cadre d'un management interne de l'entreprise, et non d'analystes externes.

Pour assurer leur comparabilité (et leur fiabilité ; cf. 2.1), il convient de formuler les exigences suivantes.

2.3. Les exigences de base du *Performance reporting*

Pour que le *Performance Reporting* puisse combler l'écart de valeur entre la valeur boursière et la valeur intrinsèque de l'entreprise, il faut évidemment que les informations communiquées soient fiables. En effet de fausses informations ou des informations perçues comme inexactes creuseraient au contraire encore cet écart (Ruhwedel/Schultze 2002, p. 606). Dans la mesure où le *Performance Reporting* se situe en dehors de la comptabilité classique, il n'est pas normalisé et la question de la fiabilité et de la comparabilité devient particulièrement importante.

Le *Performance Reporting* présenté en Allemagne ou en France dans l'annexe des états financiers est soumis à la certification habituelle des commissaires aux comptes. Sa présentation dans le rapport de gestion sera considérée dans cette étude comme ayant le même degré de fiabilité. Le rapport de gestion allemand est soumis aux mêmes règles de certification que l'annexe. Pour la France la COB (2001, p. 6) précise que « lorsque les données relatives à la valeur actionnariale ... sont incluses dans le rapport de gestion, elles

devront faire l'objet des diligences habituelles des commissaires aux comptes ».⁴ Le document de référence établi selon les instructions de la COB par les sociétés cotées en France comporte une attestation de sincérité et de concordance des commissaires aux comptes de la société, dont ne bénéficie pas la plaquette annuelle lorsqu'elle est différente du document de référence. En Allemagne ce problème ne se pose pas car il n'existe pas de document équivalent.

On peut donc supposer comme fiables les informations données en annexe, dans le rapport de gestion et plus généralement, en France, dans le document de référence. Toutefois cette fiabilité n'est pas totale parce que le *Performance Reporting* repose sur des concepts non normalisés et que, de ce fait, il est difficile pour les commissaires aux comptes de vérifier son contenu.

Le *Performance Reporting* doit certainement être considéré comme moins fiable s'il est publié dans la partie « libre » de la plaquette annuelle (si cette dernière, dans le cas des entreprises françaises, est différente du document de référence). Cette partie n'est pas certifiée, mais seulement soumise à une surveillance de sa sincérité (Francis Lefebvre 2002, § 3704). Du point de vue de l'utilisateur externe de la plaquette il est évidemment préférable de trouver le *Performance Reporting* dans un document certifié (annexe, rapport de gestion, document de référence).

Les destinataires des informations comptables et extra comptables les utilisent pour faire des comparaisons, soit dans le temps pour la même entreprise, soit entre une entreprise et une autre. Pour qu'il existe une vraie comparabilité, le *Performance Reporting* (comme les informations comptables traditionnelles) doit remplir les exigences de clarté et de permanence des méthodes. Dans la mesure où le *Performance Reporting* consiste à donner des informations non normalisées, il est difficilement envisageable de demander une information homogène des indicateurs de performance distincts utilisés par des entreprises différentes. Dans ce cas il est alors primordial de demander aux entreprises une explication claire de la composition de ces indicateurs, de leur calcul et de la provenance des différents paramètres de calcul (Baetge/Noelle 2001, p. 175 ; COB 2000, p. 90). De telles explications permettraient de rendre comparables différents indicateurs ou différentes définitions d'indicateurs identiques. Dans le même souci de comparabilité il convient d'exiger la permanence dans la composition et le calcul des indicateurs (COB 2000, p. 90).

⁴ En ce qui concerne le rapport de gestion, la COB (Francis Lefevre 2002, § 3698) rappelle que « les commissaires aux comptes doivent être particulièrement attentifs à la comparabilité des informations dans le

Dans le cadre de notre étude nous avons vérifié si les entreprises qui communiquent sur leur « performance » remplissent ces exigences : publication dans la partie certifiée, explication de la composition et du calcul des indicateurs utilisés, permanence dans l'utilisation des indicateurs.

3. Etude empirique : caractéristiques de l'échantillon et méthodologie suivie

Notre échantillon est composé des entreprises de l'indice allemand DAX 30 et du CAC 40 dans leur composition au 1^{er} octobre 2002.

Les tableaux ci-dessous indiquent le référentiel utilisé par les entreprises du DAX 30 pour les exercices 2001 et 2000 (avec en caractères italiques les changements de référentiel) et la répartition entre ces référentiels. Depuis l'exercice 1998 les entreprises cotées allemandes ont en effet la possibilité - sous conditions - d'établir leurs comptes consolidés en utilisant des normes comptables « internationalement reconnues » (§ 292 a Code de Commerce allemand *Handelsgesetzbuch HGB*). En pratique les normes IAS et US-GAAP sont « reconnues ». Les membres du DAX 30 en font largement usage. Il sera intéressant de voir si cette internationalisation de l'information financière a une influence (favorable) sur le *Performance Reporting* par rapport aux entreprises françaises qui ne disposent pas de cette même possibilité. Il convient cependant d'observer que trois sociétés de droit étranger cotées au CAC 40 n'ont pas appliqué les normes françaises : Dexia (normes françaises et belges), EADS (IAS), STM (US-GAAP) – (voir en annexe la liste des sociétés du CAC 40).

Nous avons examiné les informations financières consolidées concernant les exercices 2001 et 2000. Pour les sociétés du CAC 40 étaient pris en considération la plaquette annuelle et - si différent - le document de référence pour la COB (voir en annexe la liste des sociétés du CAC 40). En ce qui concerne les entreprises du DAX 30, il n'existe pas d'obligation de publier un document équivalent à celui demandé par la COB ; par conséquent, en matière d'information financière il n'y a que la plaquette annuelle.

Le cas échéant, nous avons également examiné des documents supplémentaires envoyés par les sociétés en même temps que le rapport annuel proprement dit (rapport financier). Par exemple, Bayer a envoyé pour 2001 dans le même classeur intitulé « Rapport annuel » une

temps, notamment lorsqu'il s'agit d'informations non prévues par les textes comptables ou la réglementation financière par exemple indicateurs de gestion tels que EBITDA ».

brochure « Rapport financier » (avec les comptes annuels et le rapport de gestion) et une autre brochure plus marketing appelée « Performance through people ».

Pour les sociétés dont la clôture de l'exercice ne se fait pas au 31 décembre nous avons consulté les deux dernières plaquettes ou documents de référence publiés.

Tableau 1 : Les entreprises du DAX 30 (1/10/2002) et le référentiel utilisé

Nom	Référentiel 2001	Référentiel 2000	Nom	Référentiel 2001	Référentiel 2000
Adidas	IAS	IAS	HVB	IAS	IAS
Allianz	IAS	IAS	Infineon	US-GAAP	US-GAAP
Altana	IAS	IAS	Linde	HGB	HGB
BASF	HGB	HGB	Lufthansa	IAS	IAS
Bayer	IAS	IAS	MAN	IAS	IAS
BMW	IAS	HGB	Metro	IAS	IAS
Commerzbank	IAS	IAS	Münchner Rück	IAS	IAS
DaimlerChrysler	US-GAAP	US-GAAP	MLP	HGB	HGB
Deutsche Bank	US-GAAP	IAS	RWE	IAS	IAS
Deutsche Post	IAS	IAS	SAP	US-GAAP	US-GAAP
Dtsche Telekom	HGB	HGB	Schering	IAS	IAS
E.ON	US-GAAP	US-GAAP	Siemens	US-GAAP	HGB
Epcos	US-GAAP	US-GAAP	Thyssen Krupp	US-GAAP	US-GAAP
Fresenius	HGB	HGB	TUI	IAS	IAS
Henkel	IAS	IAS	VW	IAS	HGB

Tableau 2 : L'évolution de l'utilisation de référentiel pour les entreprises du DAX 30

2001			2000		
IAS	US-GAAP	HGB	IAS	US-GAAP	HGB
17	8	5	16	6	8

Nous n'avons pas recensé tous les indicateurs de performance communiqués par les sociétés de l'échantillon mais seulement ceux qu'on pourrait qualifier de « nouveaux » ou de « modernes ». Pour cette raison nous avons exclu de notre étude des indicateurs comme le résultat opérationnel, la marge brute, le *Return On Equity* (ROE) ou encore toutes sortes de marges sur chiffre d'affaires.

Parmi les indicateurs retenus nous avons suivi la distinction que la COB fait dans sa recommandation d'avril 2001 (COB 2001, p. 2) à savoir, d'un côté, les indicateurs de mesure de la valeur boursière créée (*Total Shareholder Return* [TSR]) et, de l'autre, les indicateurs de gestion (*Economic Value Added* [EVA], *Cash Value Added* [CVA], *Return On Capital Employed* [ROCE] ainsi que *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* [EBITDA]).

4. Résultats de l'étude empirique

Sont présentés ci-dessous les résultats de l'étude empirique concernant tout d'abord le TSR et ensuite les indicateurs de gestion : l'EBITDA, le ROCE et l'EVA/CVA.

4.1. Le TSR, comme indicateur de mesure de la valeur boursière créée

En ce qui concerne les indicateurs de mesure de la valeur boursière créée nous avons recensé les sociétés qui mentionnent explicitement le TSR mais aussi celles qui l'utilisent sous une autre dénomination, parce que le TSR ne correspond pas à un concept clairement défini et susceptible d'être distingué d'appellations similaires comme : rentabilité annuelle moyenne ou performance moyenne de l'action. Il peut s'agir également d'une traduction de TSR en allemand ou français (nous n'avons pas systématiquement consulté la version anglaise des plaquettes) et non pas d'une différence fondamentale avec le TSR. Nous avons recensé comme TSR ou assimilés les calculs de taux interne de rentabilité d'un investissement en actions de la société mère du groupe comprenant l'évolution du cours de l'action, les dividendes et éventuellement d'autres « retours sur investissement » pour l'actionnaire (actions gratuites, droits préférentiels de souscription etc.). Nous avons ainsi exclu des informations comme par exemple « l'évolution du cours depuis X années ».

Tableau 3 : Sociétés qui publient un TSR ou assimilés

	DAX 30		CAC 40	
	2001	2000	2001	2000
Nbre et liste des sociétés publiant un TSR ou assimilés (*)	11 Allianz, Altana, <u>BASF</u> , Deutsche Bank, <u>Deutsche Telekom</u> , E.ON, Henkel, Münchner Rück, RWE, SAP, <u>TUI</u>	9 Allianz, Altana, <u>Bayer</u> , Deutsche Bank, E.ON, Henkel, Münchner Rück, RWE, SAP	10 BNP Paribas, Casino, <u>Crédit Lyonnais</u> , Danone, L'Oréal, LVMH, Société Générale, <u>Suez</u> , Thalès, Vinci	9 BNP Paribas, Casino, Danone, <u>Dexia</u> , L'Oréal, LVMH, Société Générale, Thalès, Vinci

(*) Les sociétés dont le nom est souligné publient leur indicateur seulement l'une des deux années étudiées.

En 2001, parmi les 11 sociétés du DAX, seule Henkel publie sa « rentabilité annuelle moyenne » de l'action dans son rapport de gestion ; les autres communiquent toutes dans la partie non certifiée ; en 2000 toutes les entreprises (y compris Henkel) donnent cette information également dans la partie non certifiée.

En France et pour les deux années, toutes les sociétés publient leur TSR dans la partie certifiée, sauf Dexia qui le publie seulement en 2000 et dans une partie non certifiée.

En 2001 et pour les entreprises allemandes, seules la Deutsche Bank et SAP (SAP seule en 2000) ne donnent aucune explication sur le mode de calcul du TSR. Les autres 9 entreprises (8 en 2000) fournissent des informations, parfois assez limitées (par exemple Henkel évoque un « calcul hors impôts ») laissant ainsi deviner ce que cela signifie (probablement calcul avec un dividende net sans avoir fiscal pour l'exemple précité).

Le minimum de détail que les (9) entreprises donnent en 2001 (7 en 2000) concerne le fait que le dividende ait été considéré comme réinvesti en action. 4 sociétés, dont Henkel, (6 en 2000 dont Bayer qui fait un calcul avec le dividende net et un avec le dividende brut) indiquent qu'elles ont pris le dividende net et non pas le dividende brut. Les autres entreprises ne l'indiquent pas.

Toujours en 2001, 4 entreprises allemandes (3 en 2000) précisent qu'elles ont travaillé avec l'hypothèse d'un exercice (partiel) d'éventuels droits préférentiels de souscription dans le cadre d'une « opération blanche »⁵. Les deux années de référence, Deutsche Telekom a en outre intégré dans son calcul les « actions de fidélité »⁶ et Münchner Rück a tenu compte de l'augmentation du nombre d'actions due à l'émission d'actions gratuites consécutive à une baisse de leur valeur nominale.

En ce qui concerne les sociétés françaises, seule Vinci fournit en 2001 et 2000 comme unique élément du calcul du TSR le réinvestissement du dividende (sans autre précision).

En 2001 et sur les 9 autres entreprises françaises (8 en 2000), 5 sociétés (3 en 2000) indiquent également la prise en compte de l'avoir fiscal. 4 sociétés en 2001 et 2000 mentionnent que leur calcul est effectué hors impôt (sur plus-value). En 2001, 3 sociétés françaises (2 en 2000) ont inclus dans la détermination du TSR l'attribution d'actions gratuites.

Les durées sur lesquelles le TSR est présenté par les entreprises allemandes sont les suivantes en 2001 :

- 4 fois la combinaison 1, 5 et 10 ans (3 fois en 2000) et 1 fois 5 et 10 ans (1 fois en 2000);
- 3 fois sur 10 ans (0 fois en 2000) ;
- 1 fois 5 ans (Deutsche Telekom depuis sa privatisation ; en 2000 elle donnait d'autres informations que le TSR sur l'action sur 4 ans) ;
- 1 fois 17 ans (Henkel depuis l'émission des actions préférentielles⁷ ; en 2000 sur 16 ans) ;
- 1 fois 21 ans (Deutsche Bank ; en 2000 présentation de 20 ans)⁸.

Les périodes sur lesquelles les TSR des sociétés françaises sont calculés sont les suivantes en 2001 :

⁵ En Allemagne, une « opération blanche » consiste à vendre le nombre de DPS dont le produit permet l'exercice des DPS restants, sans apport complémentaire.

⁶ Actions gratuites pour les actionnaires particuliers de Deutsche Telekom qui ont détenu les actions émises lors de la privatisation au moins 3 ans.

⁷ Le calcul du TSR est fait uniquement pour les actions préférentielles sans droit de vote parce que ce sont elles qui sont cotées. Les actions ordinaires (non cotées) sont dans les mains de la famille « Henkel » et ses « partenaires ».

⁸ Nous ne savons pas pourquoi la Deutsche Bank calcule son TSR à partir de 1980. Dans tous les cas, 1980 ne semble pas être une année particulière dans son histoire. Cf. Büschgen (1995), notamment pp. 633-645.

- 4 fois 5 ans (4 fois en 2000), dont la BNP qui détermine en plus chaque année un TSR depuis la privatisation (1993),
- 1 fois 4 ans : Suez (1 fois en 2000 : Dexia ; elle présente également un calcul implicite de TSR depuis 1992),
- 3 fois 3 ans (2 fois en 2000),
- 1 fois 1 an (1 fois en 2000) : Thalès propose un TSR « de l'année »,
- 1 fois la combinaison 1 à 5 ans (1 à 4 ans en 2000) : Société Générale.

Un autre élément récurrent est la comparaison du TSR avec un TSR fictif d'indice boursier. En 2001, seules la Münchner Rück et TUI (en 2000 la Münchner Rück) ne procèdent pas à une telle comparaison. Les autres entreprises allemandes comparent leur TSR à au moins un indice (le DAX 30), en allant jusqu'à 7 indices pour RWE. Le plus souvent (3 fois en 2001, 2 fois en 2000) la comparaison se fait avec 2 indices (DAX 30 et un autre).

En France, seules Dexia (en 2000) et Casino (en 2001 et 2000) comparent leur TSR avec celui du CAC 40. La BNP Paribas procède à une comparaison implicite avec le Livret A et les emprunts d'Etat, mettant ainsi en évidence le rendement supplémentaire de l'action lié à son risque propre.

4.2. Les indicateurs de gestion

4.2.1 L'EBITDA

Nous n'avons recensé que les sociétés publiant un indicateur dénommé EBITDA pour repérer ainsi les entreprises désirant profiter de la « notoriété » de cet indicateur. Le problème d'une traduction se pose a priori à un moindre degré que pour d'autres indicateurs (TSR) car l'EBITDA semble être une notion mieux définie et connue.

Tableau 4 : Sociétés qui publient l'EBITDA

	DAX 30		CAC 40	
	2001	2000	2001	2000
Nbre et liste des sociétés publiant l'EBITDA (*)	14 <u>Adidas</u> , Altana, <u>BASE</u> , BMW, Deutsche Post, Dtsche Telekom, E.ON, Fresenius, Henkel, Linde, Lufthansa, Metro, RWE, Thyssen Krupp	13 Altana, BMW, Deutsche Post, Dtsche Telekom, E.ON, Fresenius, Henkel, Linde, Lufthansa, Metro, RWE, <u>Siemens</u> , ThyssenKrupp	10 Accor, Bouygues, Casino, France Télécom, <u>Michelin</u> , Orange, PPR, Suez, TF1, Vivendi Universal	10 Accor, Bouygues, <u>Carrefour</u> , Casino, France Télécom, Orange, PPR, Suez, TF1, Vivendi Universal

(*) Les sociétés dont le nom est souligné publient leur indicateur seulement l'une des deux années étudiées.

Parmi les 14 sociétés allemandes en 2001 (13 en 2000), 8 sont aux normes IAS (6 en 2000), 2 aux normes US-GAAP (2 en 2000) et 4 aux normes allemandes (dont 2 avec une réconciliation aux normes américaines ; 5 en 2000 dont 1 réconciliation). Il semble donc que l'EBITDA soit moins apprécié par les entreprises utilisant les US-GAAP. Ceci est peut-être lié aux abus constatés surtout aux Etats-Unis mais aussi en Europe, l'utilisation de cet indicateur servant plutôt à occulter qu'à éclairer des situations (en ce sens Chauvot (2002), Lewis (2002) ; cf. également CSA (2002)). Est-ce aussi pour cette raison que Siemens a abandonné la publication de l'EBITDA en passant des normes allemandes (2000) aux normes américaines (2001) ?

Dans la mesure où le reproche majeur fait aujourd'hui à l'EBITDA est le manque de normalisation (entre autres Ernst&Young (2002), pp. 27, 28 et 33), il est intéressant d'examiner si les entreprises en fournissent une définition chiffrée.

En Allemagne, seule la Deutsche Telekom donne en 2001 une telle explication. Dans 7 autres cas en 2001 (5 en 2000) et en l'absence d'une définition explicite, il est néanmoins possible de recalculer l'EBITDA à partir des informations du compte de résultat ou de celles qui sont fournies avec l'EBITDA. Restent donc 6 entreprises en 2001 (7 en 2000) qui ne donnent ni une définition, ni la possibilité d'une réconciliation.

En France pour 2001, seule TF1 ne donne aucune définition (4 sociétés en 2000). Elle en donne néanmoins une évaluation chiffrée. En 2000 Vivendi Universal fait référence à cette notion mais sans la définir, ni l'évaluer.

Parmi les 9 sociétés françaises qui donnent en 2001 une définition littérale de l'EBITDA (6 en 2000), 6 publient également une réconciliation de leur évaluation avec les informations du compte de résultat (4 en 2000).

Concernant l'endroit de publication, 9 des 14 entreprises allemandes en 2001 (10 sur 13 en 2000) ont communiqué l'EBITDA dans l'annexe et/ou le rapport de gestion. Les 5 autres (et 3 en 2000) l'ont fait dans la partie non certifiée. Ceci signifie une fiabilité plus importante de l'EBITDA publiée par le premier groupe d'entreprises. A l'exception de Michelin en 2001, toutes les entreprises françaises ont publié l'EBITDA dans une partie certifiée.

En 2001, 12 sociétés allemandes sur 14 (9 sur 13 en 2000) donnent un EBITDA global mais aussi par secteur d'activité. Pour cette même année, 3 sociétés françaises ne donnent qu'un EBITDA global (4 en 2000), tandis que 5 donnent un EBITDA global et sectoriel (4 en 2000). PPR (en 2001 et 2000) et Vivendi Universal en 2001 ne donnent qu'un EBITDA sectoriel.

En plus de la présentation d'une année comparative, 5 entreprises allemandes (3 en 2000) publient un EBITDA (toujours global) sur 3 ans ou plus, avec un maximum de 7 ans pour Deutsche Telekom. Il faut rajouter 2 entreprises qui ont présenté en 2001 une année comparative supplémentaire, passant de 2 ans en 2000 à 3 en 2001. Généralement, cette publication se fait dans la partie non certifiée de la plaquette sous la rubrique « chiffres clés pluriannuels », souvent sur le rabat interne de la couverture, soit au début, soit à la fin des plaquettes.

En 2001, 9 des 10 sociétés françaises ont présenté une comparaison d'au moins 3 années selon la réglementation de la COB (8 en 2000), avec un maximum de 10 années pour Carrefour en 2000 et Michelin en 2001.

Il est également intéressant de constater que, en 2001, 6 des 14 entreprises allemandes (4 sur 13 en 2000) utilisent l'EBITDA aussi pour le calcul d'un taux de marge (EBITDA/CA). Metro publie aussi en 2001 et 2000 l'EBITDA par action sur 5 ans. Les sociétés françaises ont plutôt présenté des analyses de la couverture de leur endettement par l'EBITDA (France Telecom, Michelin, Orange et Vivendi Universal).

En ce qui concerne la permanence des informations présentées, nous avons constaté très peu de changements pour les entreprises allemandes. Mis à part le fait que 3 entreprises ont commencé ou cessé de publier en 2001 l'EBITDA, nous avons trouvé les modifications suivantes qui toutes (sauf Altana) améliorent le contenu ou la fiabilité des informations données :

- Altana : en 2000 publication dans le rapport de gestion et la partie non certifiée, en 2001 uniquement dans la dernière ;
- Deutsche Post et ThyssenKrupp : présentation de 4, respectivement 2 ans en comparatif en 2000, augmentation de la période comparative d'un an en 2001 ;
- Deutsche Telekom : aucune définition chiffrée en 2000, mais en 2001 ;
- Deutsche Telekom et Lufthansa : présentation de l'EBITDA global uniquement en 2000, publication de l'EBITDA par secteur d'activité en plus en 2001 ;
- Metro : aucune réconciliation possible en 2000, mais en 2001.

Mis à part Michelin et Carrefour qui publient l'EBITDA une seule des deux années de référence, les changements intervenus pour les sociétés françaises vont aussi dans le sens d'une amélioration, à savoir :

- Bouygues donne un EBITDA global et sectoriel en 2001, contre le seul EBITDA global en 2000,

- Casino et Vivendi Universal ne fournissent aucune définition de l'EBITDA en 2000 mais la donnent en 2001,
- Vivendi Universal : évaluation chiffrée avec réconciliation possible et comparaison sur 3 années en 2001, aucune évaluation chiffrée en 2000.

Deux autres points ont suscité notre intérêt :

Dans sa version française du rapport annuel, Siemens (2000) indique son EBITDA et utilise comme synonyme l'EBE.

Dans son rapport 2000, ThyssenKrupp nous renseigne sur l'introduction dans son tableau de bord d'un nouvel indicateur de gestion basé sur le Cash-Flow. C'est la « rentabilité Cash-Flow » définie par le rapport EBITDA/Investissements bruts. Toutefois, l'entreprise ne fournit pas de calcul de cette rentabilité en 2000 et n'en parle plus du tout en 2001.

4.2.2. Le ROCE

En ce qui concerne les indicateurs « modernes » de rentabilité, nous avons recensé les sociétés qui mentionnent explicitement le ROCE mais aussi celles qui utilisent ces indicateurs en les appelant autrement parce que ROCE ne correspond pas à un concept clairement défini et susceptible d'être différencié d'appellations équivalentes comme rentabilité des capitaux investis ou rémunération des capitaux employé. Parfois il peut s'agir simplement d'une traduction de ROCE en allemand ou en français (nous n'avons pas systématiquement consulté la version anglaise des plaquettes) et non d'une différence fondamentale avec le ROCE.

Les sociétés qui communiquent un ROCE ou assimilé sont les mêmes en 2000 et 2001, à l'exception de LVMH (2000) qui cesse de le publier en 2001 tandis que Michelin (2001) commence. Coté allemand, il n'y a qu'un changement parce que Henkel publiait le ROCE et la rentabilité du capital en 2000 mais ne publie plus le deuxième critère en 2001. Dans son rapport annuel 2000 VW analysait la rentabilité du capital, ROI et ROCE comme synonymes, et en 2001 ne parle plus du ROCE.

En 2001 parmi les 13 entreprises du DAX, 7 étaient aux normes IAS (6 en 2000 ; passage de VW en 2001 aux normes IAS), 3 aux normes US-GAAP (3 en 2000) et 3 aux normes allemandes (4 en 2000 ; avec une réconciliation aux US-GAAP dans la plaquette de BASF).

11 des 13 sociétés allemandes en 2001 et 2000 publient leur indicateur par secteur d'activité et pour l'ensemble du groupe. Pour VW le ROI ne concerne que le secteur d'automobile mais ce secteur correspond au moins aux trois quarts de l'activité de VW, l'autre étant les services financiers (pour ce dernier, des indicateurs comme ROCE ne sont pas adaptés et, en général, pas utilisés). Adidas ne communique que le ROCE du groupe. Fresenius publie le *Return On*

Operating Assets (ROOA) par secteur et pour le groupe mais le *Return On Invested Capital (ROIC)* uniquement pour le groupe.

Sur les 8 sociétés françaises qui publient un ROCE en 2001 et 2000, 4 en donnent uniquement la valeur globale, 3 donnent à la fois la valeur globale et une analyse sectorielle. Total Fina Elf en présente seulement une analyse par secteurs d'activité.

Tableau 5 : Sociétés qui publient un ROCE ou assimilés

	DAX 30		CAC 40	
	2001	2000	2001	2000
Nbre et liste des sociétés publiant le ROCE ou assimilés (*)	13	13	8	8
	Adidas (rémun du cap employé/ROCE)	Adidas (idem)	Accor (renta des cap engagés/ROCE)	Accor (idem)
	Altana (renta du cap)	Altana (idem)	Air Liquide (renta des cap utilisés/ ROCE)	Air Liquide (idem)
	BASF (renta des actifs opérat)	BASF (idem)	Danone (retour sur cap investis/ROIC)	Danone (idem)
	Bayer (CFROI)	Bayer (idem)	<u>Michelin</u> (résultat rapporté aux cap investis)	<u>LVMH</u> (renta des cap employés/ ROCE)
	Daimler (RONA)	Daimler (idem)	PSA (renta des cap employés)	PSA (idem)
	E.ON (ROCE)	E.ON (idem)	Suez (renta des cap employés/RCE)	Suez (idem)
	Fresenius (ROOA et ROIC)	Fresenius (idem)	TotalFinaElf (retour sur cap employés/ ROCE)	TotalFinaElf (idem)
	Henkel (ROCE)	Henkel (idem et <u>renta du cap</u>)	Vinci (renta des cap employés/ROCE)	Vinci (idem)
	Linde (ROCE)	Linde (idem)		
	MAN (renta du cap employé)	MAN (idem)		
	RWE (ROCE)	RWE (idem)		
	ThyssenKrupp (ROCE)	ThyssenKrupp (idem)		
	VW (renta du cap/ROI)	VW (renta du cap/ROI/ROCE)		

(*) Les sociétés dont le nom est souligné publient leur indicateur seulement l'une des deux années étudiées.

11 des sociétés allemandes publient en 2001 (9 en 2000) leur indicateur dans l'annexe et/ou le rapport de gestion (et 6 en plus dans la partie non certifiée) tandis que Adidas et ThyssenKrupp (ainsi que Fresenius pour le ROIC) ne les indiquent que dans la partie non certifiée de la plaquette (Adidas, Altana, E.ON, Fresenius pour le ROIC et TyssenKrupp en 2000). Il y a donc une légère amélioration vers plus de certification et donc plus de fiabilité. Côté français, LVMH (en 2000) et Michelin (en 2001) sont les seules sociétés à donner leur ratio dans une partie non certifiée.

Pour une meilleure comparaison dans le temps, toutes les entreprises allemandes communiquent leur indicateur sur 2 ans et, en 2001, 7 sociétés (6 en 2000) aussi sur plus de 2 ans : de 3 ans à 8 ans au maximum en 2001, de 4 ans à 10 ans en 2000. 3 sociétés présentent des variations de durée d'informations comparatives à priori inexplicables : Adidas passe de 5 ans en 2000 à 7 ans en 2001, Linde de 10 ans en 2000 à 8 ans en 2001 et VW de 4 ans en 2000 à 2 ans en 2001. Les autres appliquent ou les mêmes durées (donc données glissantes)

ou rajoutent un an entre 2000 et 2001 (par exemple, ThyssenKrupp avec 2 ans en 2000 et 3 ans en 2001). Les données comparatives sur plus de 2 ans concernent toujours l'indicateur pour l'ensemble des groupes mais jamais pour les secteurs d'activités ; elles sont généralement publiées dans la partie non certifiée de la plaquette sous la rubrique « chiffres clés pluriannuels », souvent sur le rabat interne de la couverture, soit au début, soit à la fin des plaquettes.

En 2001 et 2000, 4 sociétés françaises sur 8 publient des données comparatives sur au moins 3 ans, avec un maximum de 10 ans atteint par Air Liquide.

Tableau 6 : Définitions de ROCE des sociétés allemandes utilisant cet indicateur dans le calcul de l'EVA

	Numérateur (return)	Dénominateur (capitaux employés)
Adidas	Résultat avant impôts, intérêts minoritaires, résultat financier et résultat exceptionnel	Capital nécessaire à l'exploitation (= capitaux propres y compris intérêts minoritaires et dettes financières nettes)
E.ON	EBITA : résultat courant +/- résultat neutre (résultat d'opérations avec un caractère singulier/rare) +/- résultat financier neutre et la partie charges financières des dotations aux provisions à long terme + dotations aux amortissements des goodwill	CE : immo incorporelles et corporelles + participations + amortissements cumulés pour les goodwill + stocks + créances clients + autre actif circulant qui ne porte pas d'intérêt y compris les comptes de régul – provisions qui ne portent pas d'intérêt (principalement des provisions à court terme) – dettes qui ne portent pas d'intérêt y compris les comptes de régul
Henkel	EBITA : résultat d'exploitation + dotations aux amortissements des goodwill	Actifs opérationnels (actifs qui servent à l'exploitation) avec prise en compte des goodwill à leur coût d'acquisition
Linde	EBT pour le groupe et un secteur d'activité, EBIT pour les autres secteurs d'activité	CE : capitaux propres et dettes financières qui portent intérêts (hors provisions pour engagements de retraite)
RWE	Résultat « opérationnel » : résultat d'exploitation +/- résultat des participations +/- résultat neutre (éléments exceptionnels, amortissements goodwill) + intérêts calculés sur les acomptes reçus dans le cadre des contrats à long terme dans le secteur du BTP + intérêts du financement lié à la commercialisation	Actifs opérationnels : immo corporelles et incorporelles + titres de participations et prêts (hors autres titres immobilisés et autres créances immobilisées) + amortissements cumulés des goodwill + stocks + créances clients + autres débiteurs y compris les comptes de régul – provisions qui ne portent pas intérêts (provisions pour impôts et autres provisions, sans provisions à long terme) – dettes qui ne portent pas intérêts (dettes fournisseurs, autres dettes, comptes de régul, acomptes reçus, effets à payer, impôts différés passifs)
ThyssenKrupp	Résultat avant impôts, intérêts minoritaires et intérêts + partie charges financières des dotations aux provisions pour engagement de retraite	CE : capitaux propres + intérêts minoritaires + provisions pour engagement de retraite + dettes financières – VMP et disponibilités +/- impôts différés passifs/actifs

En ce qui concerne la définition des différents indicateurs à savoir un « résultat » comme numérateur et « des capitaux investis » comme dénominateur on peut constater une diversité non négligeable. Si on ne compare que les 6 entreprises allemandes qui calculent un

indicateur qu'elles appellent ROCE (et qu'elles utilisent dans le calcul d'EVA), on peut se rendre compte du manque de comparabilité des définitions. Celles du tableau 6 ci-dessus sont données dans les rapports pour 2001, mais sont – à quelques exceptions mineures près – identiques à celles de 2000.

Hors goodwill, les sociétés allemandes et les sociétés françaises prennent généralement le montant net des immobilisations, à l'exception notable d'ACCOR.

Les indicateurs assimilés au ROCE (RONA, ROI etc.) sont également définis de manière différente et non comparable entre eux ou aux définitions ci-dessus. Une comparaison des divers indicateurs n'est donc pas pertinente.

En Allemagne, une réconciliation avec les comptes annuels est rarement proposée et dans ces cas là uniquement pour un des éléments (numérateur ou dénominateur). Henkel est la seule exception : il fournit un tableau expliquant les différences entre l'actif du bilan et les actifs opérationnels et le numérateur. EBITA se laisse directement calculé à partir du compte de résultat.

A titre de comparaison, le tableau 7 donne les définitions des paramètres de ROCE ou assimilé pour les sociétés françaises qui utilisent ce ratio dans le calcul d'EVA en 2001.

Tableau 7 : Définitions de ROCE ou assimilé des sociétés françaises utilisant cet indicateur dans le calcul de l'EVA

	Numérateur (return)	Dénominateur (capitaux employés)
ACCOR (ROCE)	EBE + intérêts financiers sur prêts et dividendes externes +/- Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence +/- Autres retraitements	CE : Total des actifs immobilisés calculé à partir de la moyenne de leur valeur brute sur chaque exercice et du besoin en fonds de roulement
DANONE (ROIC)	Résultat opérationnel ajusté après impôt (majoré de l'amortissement des goodwill et de la contribution des sociétés mises en équivalence, minoré du taux d'imposition théorique du groupe)	Capitaux investis : solde net des actifs corporels, incorporels, financiers et du besoin en fonds de roulement ; les goodwill sont pris en valeur brute avant amortissement
VINCI (ROCE)	NOPAT : Résultat d'exploitation – Amortissements de caducité (concessions) – Impôts (hors produits exceptionnels d'impôts différés) +/- autres (part du groupe dans le résultat net des sociétés mises en équivalence et éléments financiers [hors coût de financement])	CE : Immobilisations incorporelles, corporelles et financières nettes - Amortissements de caducité (concessions) + Ecarts d'acquisitions bruts +/- BFR - Provisions pour risques d'exploitation

En France, 5 des 8 sociétés présentent en 2001 et 2000 la réconciliation à la fois du numérateur et du dénominateur.

A la différence des sociétés allemandes qui se sont toutes ralliées à l'utilisation de la valeur moyenne des capitaux employés de début et de clôture de l'exercice, les sociétés françaises présentent une variété certaine de solutions :

- la moyenne des valeurs d'ouverture et de clôture de l'exercice : 5 sociétés en 2001 dont Michelin (4 en 2000),
- le montant à la date d'ouverture : 2 sociétés en 2001 et 2000,
- le montant à la date de clôture : 1 société en 2001 et 2000 (PSA),
- une méthode non précisée : 1 société en 2000 (LVMH).

En ce qui concerne les changements dans la publication du ROCE et assimilés nous avons constaté – en plus de ceux déjà indiqués :

- Altana et E.ON améliorent la fiabilité de leur « ROCE » en le publiant dans le rapport de gestion en 2001, contre une publication dans la partie non certifiée en 2000 ;
- En 2001, Henkel ne publie plus la rentabilité du capital mais seulement le ROCE. Cette modification peut être interprétée comme une amélioration (il n'y a pas plusieurs rentabilités qui pourraient perturber une analyse) ou une détérioration de l'information (l'analyste n'a qu'un seul indicateur de rentabilité) ;
- Linde donne en 2001 plus de détails sur son numérateur et son dénominateur qu'en 2000 ; néanmoins les informations restent insuffisantes ;
- Une réconciliation partielle impossible en 2000 devient faisable en 2001 pour MAN (numérateur) et pour ThyssenKrupp (dénominateur) ;
- A partir de 2001, Altana et RWE calculent un capital moyen sur l'année et n'utilisent plus comme en 2000 le capital du début, respectivement de la fin de l'année.

4.2.3. L'EVA ou la CVA

Les sociétés recensées mentionnent explicitement les concepts d'EVA ou de CVA ou les utilisent en les appelant autrement, par exemple pour des raisons de copyright. L'appellation EVA est en effet une marque déposée. Ainsi et bien que, en général, les anglicismes soient assez répandus dans les entreprises allemandes et dans leurs rapports annuels, les sociétés du DAX 30 traduisent EVA majoritairement par *Wertbeitrag* (qu'on pourrait traduire littéralement par « apport de valeur ») dans leur édition allemande de la plaquette. Siemens a même déposé le concept de *Geschäftswertbeitrag* (GWB) comme sa propre marque.

Les sociétés mentionnées ci-dessous entre parenthèses sont des cas particuliers. Elles parlent de l'EVA ou du CVA dans leur rapport annuel expliquant par exemple que ce sont des indicateurs clés pour leur gestion ou que la rémunération des cadres est liée à ces indicateurs mais elles ne donnent aucune évaluation chiffrée. Henkel qui développe cette notion dans son rapport 2000 sans la chiffrer n'en parle plus dans sa plaquette 2001.

D'autres cas particuliers concernent Danone, EPCOS, et Infineon qui mentionnent leur EVA dans leurs rapports sans donner de détails de calcul. Mais EPCOS et Infineon, comme Henkel,

n'écrivent plus un mot à ce sujet en 2001. Un comportement similaire peut être observé chez Lufthansa qui met la CVA en avant comme mesure de performance et outil de gestion. Cependant, cette société communique juste le montant de la CVA en 2000 et en 2001 avec, comme seule information supplémentaire en 2001, le calcul du coût moyen pondéré.

Tableau 8 : Sociétés qui publient une EVA / CVA ou assimilées

	DAX 30		CAC 40	
	2001	2000	2001	2000
Nbre et liste des sociétés publiant l'EVA ou assimilée (*)	8 (+2) Altana, Daimler Chrysler, E.ON, Metro, RWE, Siemens, ThyssenKrupp, <u>VW</u> (Allianz, BASF)	10 (+3) Altana, Daimler Chrysler, <u>Deutsche Bank</u> , E.ON, <u>EPCOS</u> , <u>Infineon</u> , Metro, RWE, Siemens, Thyssen Krupp, (Allianz, BASF, <u>Henkel</u>)	5 (+1) Accor, Danone, Lagardère, <u>Michelin</u> , Vinci (Lafarge)	4 (+2) Accor, Danone, Lagardère, Vinci (Lafarge, Suez)
Nbre et liste des sociétés publiant la CVA (*)	2 Bayer, Lufthansa	2 Bayer, Lufthansa	(1) (<u>EADS</u>)	0

(*) Les sociétés dont le nom est souligné publient leur indicateur seulement l'une des deux années étudiées.

Parmi les 8 entreprises du DAX 30 qui communiquent en 2001 sur l'EVA, 4 sont aux normes IAS et 4 aux normes US-GAAP (pour 2000 : 4 IAS, 5 US, 1 HGB). Il n'est donc pas vraiment possible de dire qu'un référentiel international incite plus à la communication de l'EVA que l'autre. Bayer et Lufthansa, qui publient une CVA toutes les deux en IAS, ne forment pas un ensemble significatif.

Par contre, il y a deux changements intéressants parmi les sociétés allemandes publiant l'EVA. La Deutsche Bank appliquait les normes IAS en 2000 et communiquait l'EVA. A la suite de sa cotation à New York en 2001, elle a adopté les US-GAAP et a cessé de publier l'EVA. On ne peut que spéculer sur les raisons de cet abandon. Ce n'est certainement pas dû à un manque de transparence lié aux normes US-GAAP. La raison est peut-être que l'EVA commence à se démoder aux Etats-Unis (Feitz 1999, p. 65) et comme la Deutsche Bank se focalise plus sur les normes américaines, elle ne voulait plus l'utiliser. Il se peut aussi que le résultat 2001 de la Deutsche Bank ne laisse simplement pas apparaître comme opportun la publication de l'EVA (ROE 2001 de 0,4 %, loin des 39,2 % de 2000 et loin des 15 % évoqués comme objectif dans le rapport 2000).

Le deuxième changement concerne VW. En 2000 VW établissait ses comptes selon les normes allemandes et ne publiait pas d'EVA. Pour 2001, elle a adopté les normes IAS et a commencé à communiquer l'EVA. On peut en conclure que le mouvement vers les IAS était une action vers plus de transparence car les normes allemandes ont plutôt une réputation

d'opacité. Dans cet effort d'ouverture VW voulait certainement être aussi plus transparente au niveau de sa gestion interne et sa communication.

Parmi les 8 sociétés du DAX publiant l'EVA en 2001, 2 le font exclusivement dans le rapport de gestion, 3 dans le rapport de gestion et la partie non certifiée de la plaquette annuelle et 3 entreprises uniquement dans la partie non certifiée (ainsi qu'Allianz et BASF). Pour les 10 sociétés concernées en 2000, on constate : 2 publications dans le rapport de gestion, 4 dans le rapport de gestion ou l'annexe et dans la partie non certifiée et 4 seulement dans la partie non certifiée (Allianz idem 2001, BASF et Henkel dans le rapport de gestion). A ce sujet, il existe aussi des cas intermédiaires comme ThyssenKrupp où les informations sur l'EVA sont intégrées dans le rapport de gestion mais il est indiqué que ces chiffres ne sont pas certifiés.

Les 4 sociétés françaises qui publient une évaluation chiffrée de l'EVA ou assimilé en 2001 et 2000 font apparaître cet indicateur en partie certifiée. Michelin la publie en 2001 dans une partie non certifiée.

5 des 8 entreprises du DAX publiant l'EVA en 2001 (6 sur 10 en 2000) communiquent une EVA globale pour le groupe ainsi qu'une EVA par secteur d'activité. Seule ThyssenKrupp en 2001 donne l'EVA sur plusieurs années (5) ; les autres sociétés ne présentent qu'une année comparative. Autre particularité : Metro ne calcule pas seulement l'EVA mais aussi le « Delta-EVA » pour afficher l'objectif de ne pas uniquement créer une EVA (positive) mais de la faire augmenter. L'EVA publié par les sociétés françaises est un montant évalué pour l'ensemble du groupe.

En ce qui concerne la définition et le calcul de l'EVA des sociétés du DAX on peut constater une grande variété. Les trois éléments nécessaires au calcul, à savoir une « rentabilité », les « capitaux investis » et les « coûts moyens des capitaux investis », sont composés de manière très différente.

A propos de la rentabilité :

Les entreprises allemandes et françaises utilisent des rentabilités calculées et appelées différemment. Ainsi, on peut trouver la rentabilité du capital, *Return On Net Assets (RONA)*, ROCE ou encore *Return On Investment (ROI)*. Même si deux entreprises se servent d'une rentabilité avec un nom identique (le plus souvent ROCE), régulièrement elles appliquent des définitions différentes (voir Tableaux 6 et 7). Par ailleurs, ce sont généralement des rentabilités avant impôts mais VW, par exemple, calcule un ROI après impôts.

A propos des capitaux investis :

Capitaux opérationnels, *net assets*, capitaux employés, actifs d'exploitation, actifs économiques ou capitaux investis, tels sont les concepts distincts utilisés par les sociétés

allemandes ou françaises. Systématiquement les calculs divergent : approche additive ou soustractive d'actifs ou de capital, exclusion ou inclusion de certains actifs ou éléments du capital (par exemple : goodwill, amortissements pour caducité des concessions, provisions pour risques d'exploitation, provisions pour engagement de retraite [poste très significatif chez les entreprises allemandes], impôts différés ou comptes de régularisation actifs et passifs), pris en compte d'un capital moyen (sur deux ans le plus souvent, mais pour Siemens sur quatre trimestres avec un décalage temporel d'un trimestre) ou du capital au début ou à la fin de l'exercice.

A propos des coûts moyens des capitaux investis :

On peut observer l'utilisation de coûts avant ou après impôts, l'application de coûts identiques ou de coûts différents à tous les secteurs et au groupe, une pondération capitaux propres/dettes basée sur le poids réel, un poids cible ou stable à long terme, une politique de changement des coûts (prise en compte de tous les changements, uniquement des changements « majeurs » ou aucun changement parce que l'entreprise utilise « l'exigence minimale de rémunération des bailleurs de fonds »).

En ce qui concerne la permanence des méthodes de calcul des entreprises allemandes, on ne peut pas vérifier son application avec certitude. En effet, seules E.ON et RWE donnent les mêmes informations détaillées concernant les trois paramètres de l'EVA. Pour E.ON, on constate deux changements en 2001 par rapport à 2000 : une réduction du *Bêta* (expliqué par une baisse du risque suite à la cession d'activités risquées) et l'exclusion (non justifiée) de provisions à long terme (sauf pour engagements de retraite et pour élimination de déchets) du capital employé. RWE a « seulement » changé le calcul des capitaux investis : des capitaux à la fin d'exercice à une moyenne sur deux ans. Les autres sociétés ne donnent pas les informations identiques d'un exercice à l'autre ou, de toute façon, ne publient que des informations rudimentaires (par exemple, des coûts de X %), laissant ainsi l'utilisateur spéculer sur le respect ou non de la permanence. Seule Siemens affiche un nouveau mode de calcul au niveau de la rentabilité (en 2001 basée sur l'EBITA après impôts et en 2000 sur l'EBIT après impôts) ; pour les autres paramètres, on ne peut pas savoir s'il y a eu un changement ou non. Est-ce que le changement chez Siemens est lié au passage des normes allemandes en 2000 aux normes US-GAAP en 2001 ou à une modification du fonctionnement interne ? On n'en sait rien parce que Siemens ne donne aucune explication.

L'EVA ou assimilé publié par les sociétés françaises en 2001 et 2000 est établi sur la base de définitions et méthodes inchangées. Il faut cependant remarquer qu'elles ne donnent pas à ce sujet une information très abondante.

Un autre point intéressant est de savoir si les informations sur les deux paramètres « rentabilité » et « capitaux investis » peuvent être réconcilié avec les comptes annuels. Ce n'est possible pour aucune entreprise allemande pour les deux éléments ; en fait, seul le capital employé de ThyssenKrupp en 2001 se laisse réconcilié avec les valeurs bilantielles.

Cette réconciliation est possible pour 3 des 4 sociétés françaises (sauf Danone).

De manière générale, on peut constater que les informations données sur le calcul de l'EVA sont souvent absolument insuffisantes (par exemple, aucun détail concernant la définition de la « rentabilité » et la délimitation des capitaux investis, aucune explication du calcul des coûts moyen des capitaux investis). Les moins transparentes sont des sociétés comme EPCOS et Infineon qui donnent juste le montant de l'EVA sans explication supplémentaire. Mais même les sociétés qu'on pourrait présenter plutôt comme un modèle de bonne communication à ce sujet (Accor, E.ON, RWE ou Siemens) ne répondent pas à toutes les questions évoquées ci-dessus ou posées par la COB⁹ (2000, pp. 75 et s. ; par exemple (p. 90), présentation de la sensibilité des résultats aux hypothèses retenues).

5. Conclusion

En comparant les entreprises allemandes et françaises, on constate que les indicateurs « modernes » sont plus répandus chez les sociétés allemandes. Si on considère – dans une optique positive - que ces indicateurs expriment une volonté de transparence et une politique active de communication financière, on peut déduire que les entreprises allemandes communiquent mieux. L'ouverture vers une communication transparente se manifeste par ailleurs par la forte utilisation de référentiels internationaux et est probablement aussi liée au fait que 13 sociétés du DAX sont cotées à New York. Par contre, sur les 14 sociétés du CAC 40 cotées à New York, seules 6 ont été apparemment incitées à publier ces indicateurs. Dans une optique négative et vu le manque parfois d'informations sur le contenu des indicateurs publiés dans les rapports annuels allemands, on pourrait aussi conclure que les entreprises allemandes sont plus manipulatrices puisqu'elles publient intentionnellement des informations non normalisées et mal expliquées. Ainsi, elles profitent ou veulent profiter d'une transparence affichée, qui en réalité est une opacité. Les entreprises françaises semblent rentrer moins dans ces jeux là – à part quelques exceptions très médiatisées comme Vivendi Universal. Ce propos est soutenu par le fait qu'en générale la fiabilité des informations

⁹ Curieusement, la COB cite ces 3 sociétés dans son document comme de bons exemples.

publiées par les entreprises françaises est mieux assurée parce que les données sont plus systématiquement communiquées dans une partie certifiée du rapport annuel.

Parmi les sociétés allemandes du DAX 30, Commerzbank, HVB, MLP et Schering n'ont utilisé aucun des indicateurs examinés sur la période de référence.

Commerzbank et HVB ne publient que les ratios traditionnels du secteur bancaire, à savoir le ROE et le coefficient d'exploitation. Ce comportement est quelque peu étonnant parce que toutes les deux sont aux normes IAS, affichant ainsi une certaine politique offensive de communication. Il est vrai que les indicateurs, examinés ici comme l'EBITDA et le ROCE, sont plus adaptés au secteur industriel. Néanmoins on aurait pu s'attendre à une publication de ratios prenant en compte les particularités de l'activité bancaire ; par exemple, au lieu d'un ROCE, on pourrait penser à un ratio tel que le retour sur capital économique ou alloué, notions plus pertinentes dans ce secteur et souvent utilisées en gestion interne (*Risk Adjusted Return On Capital [RAROC]*, *Return On Risk Adjusted Capital [RORAC]*).

Chez MLP, l'absence d'indicateur n'est guère surprenante. En effet c'est une entreprise qui travaille quasi exclusivement sur le marché allemand ; en 2001 seulement 8 % du chiffre d'affaires ont été réalisés à l'étranger, son objectif est d'atteindre 25 % en 2010. Ainsi, MLP sent peut-être moins le besoin de communiquer des indicateurs développés en premier lieu pour des groupes internationaux. Par ailleurs, MLP applique les normes allemandes et non pas un référentiel « international » et ne présente au total qu'un seul ratio (ROE) dans son rapport. Ceci indique plutôt une politique de communication restrictive.

Schering est une entreprise pharmaceutique très internationale : 55 % du chiffre d'affaires sont réalisés en dehors de l'Europe et, dans les 45 % de chiffre d'affaires européen¹⁰, la part réalisée en Allemagne n'est même pas indiquée séparément. De plus, Schering est cotée à New York et fournit dans son rapport annuel (normes IAS) une réconciliation aux normes US-GAAP. Il est donc étonnant de voir Schering si hésitante en ce qui concerne la publication d'indicateurs « modernes ». En effet, les quelques ratios que Schering publie ne sont que des ratios classiques (marge sur chiffre d'affaires ou ROE).

14 sociétés françaises¹¹ ne publient aucun des indicateurs recensés dans cette étude sur la période de référence. Parmi elles, 8 sont cotées à New York.

L'exigence de comparabilité n'est remplie ni dans l'espace entre les différentes entreprises, ni dans le temps pour une même entreprise. En effet les explications fournies par une entreprise

¹⁰ Selon la définition de Schering la région « Europe » inclut aussi l'Afrique, l'Australie et la Nouvelle-Zélande.

¹¹ AGF, Alcatel, Aventis, AXA, Cap Gemini, Crédit Agricole, Renault, Saint Gobain, Sanofi-Synthelabo, Schneider, Sodexho, STM, Thomson et Vivendi Environnement.

peuvent varier d'un exercice à l'autre ou sont tellement limitées qu'il n'est pas possible d'en apprécier la comparabilité.

Références bibliographiques

- AICPA (1994) : Improving Business Reporting : A Customer Focus, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (Jenkins Committee Report).
- AICPA (2000) : Accounting Trends & Techniques, Annual Survey of Accounting Practices Followed in 600 Stockholders' Reports, 54^e édition.
- Baetge, Jörg/Noelle, Jennifer (2001) : Shareholder-Value-Reporting sowie Prognose- und Performancepublizität, Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, no. 4, pp. 174-180.
- Büschgen, Hans E. (1995) : Die Deutsche Bank von 1957 bis zur Gegenwart – Aufstieg zum internationalen Finanzdienstleistungskonzern, in : Gall, Lothar et al. : Die Deutsche Bank 1870-1995, Ed. Beck, Munich, pp. 579-877.
- Caby, Jérôme/Hirigoyen, Gérard (2001) : La Création de Valeur de l'Entreprise, 2^e édition, Economica.
- Chauvot, Myriam (2002) : Les entreprises abusent de l'EBITDA, Option Finance, no. 680 du 11 mars, p. 8.
- COB (2000) : Création de valeur actionnariale et communication financière, Bulletin COB, no. 346, mai, pp. 43-94.
- COB (2001) : Recommendation no. 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale, Bulletin COB, no. 356, avril, pp. 1-6.
- CSA Canadian Securities Administrators (2002) : Staff Notice 52-303 : Non-GAAP Earnings Measures, January 7.
- Ernst&Young (2002) : L'EBITDA est-il un indicateur pertinent ?, Option Finance, no. 696 du 1^{er} juillet, pp. 27-33.
- FASB (2001) : Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy, Special Report, Financial Accounting Series, no. 219-A.
- Feitz, Anne (1999) : Création de valeur : La dictature du court terme, Enjeux Les Echos, octobre, pp. 62-72.
- François Lefebvre (2002) : Mémento Comptable 2003, François Lefebvre.
- Hoarau, Christian/Teller, Robert (2001) : Création de valeur et management de l'entreprise, Vuibert.
- Lewis, Michael (2002) : Pro forma lingo – Does the use of controversial non-GAAP reporting by some companies confuse or enlighten ?, ca magazine, march, pp. 16-24.
- PWC (2001) : ValueReporting™ Forecast 2002 – Bringing Information out into the Open.
- Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002) : Value Reporting : Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, vol. 54, no. 11, pp. 602-632.

Annexe : Liste des sociétés du CAC 40 au 1^{er} octobre 2000 - référentiels comptables – documents analysés.

	SOCIETES	REFERENTIEL	ANNEE	DR=PL	DR	PL	ANNEE	DR=PL	DR	PL
1	ACCOR	CRC 99 - 02	2001		•	•	2000		•	•
2	AGF	ASSURANCES	2001	•			2000	•		
3	AIR LIQUIDE	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
4	ALCATEL	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
5	AVENTIS	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
6	AXA	ASSURANCES	2001	•			2000	•		
7	BNP PARIBAS	BANQUE	2001	•			2000	•		
8	BOUYGUES	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
9	CAP GEMINI	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
10	CARREFOUR	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
11	CASINO	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
12	CREDIT AGRICOLE	BANQUES	2001	•			2000	•		
13	CREDIT LYONNAIS	BANQUES	2001	•			2000	•		
14	DANONE	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000		•	•
15	DEXIA	BANQUES et normes belges	2001	•			2000	•		
16	EADS	Normes IASB	2001		•	•	2000	•		
17	FRANCE TELECOM	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000		•	•
18	LAFARGE	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
19	LAGARDERE	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
20	L'OREAL	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
21	LVMH	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
22	MICHELIN	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000		•	•
23	ORANGE	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000		•	
24	PPR	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
25	PSA	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
26	RENAULT	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
27	SAINT-GOBAIN	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
28	SANOFI-SYNTHELABO	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000		•	•
29	SCHNEIDER	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
30	SOCIETE GENERALE	BANQUES	2001	•			2000	•		
31	SODEXHO	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
32	STMicroelectronics	US GAAP	2001		•	•	2000		•	•
33	SUEZ	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
34	TF1	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
35	THALES	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
36	THOMSON	CRC 99 – 02	2001	•			2000		•	•
37	TOTALFINAELF	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
38	VINCI	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
39	VIVENDI ENVIRONNEMENT	CRC 99 – 02	2001		•	•	2000	•		
40	VIVENDI UNIVERSAL	CRC 99 – 02	2001	•			2000	•		
		Total		31	9	9		32	8	7

DR : Document de référence, PL : Plaquette annuelle, DR = PL : Document de référence identique à la plaquette annuelle, CRC 99 – 02 : règlement n° 99 – 02 du Comité de la Réglementation Comptable