



HAL
open science

L'adaptation de la communication financière face à la crise COVID : le cas des résultats non-GAAP

Corinne Bessieux-Ollier, Grégoire Davrinche, Guillaume Dumas

► To cite this version:

Corinne Bessieux-Ollier, Grégoire Davrinche, Guillaume Dumas. L'adaptation de la communication financière face à la crise COVID : le cas des résultats non-GAAP. Congrès International de Gouvernance, Jun 2022, Bordeaux, France. hal-03948567

HAL Id: hal-03948567

<https://hal.umontpellier.fr/hal-03948567v1>

Submitted on 20 Jan 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'adaptation de la communication financière face à la crise COVID : le cas des résultats non-GAAP

Résumé : Dans cet article, nous étudions dans quelle mesure la période marquée par la crise COVID a impacté la divulgation de résultats non-GAAP. Les communiqués de presse des entreprises du CAC 40 sont analysés de façon à mettre en évidence une éventuelle modification des modalités de communication sur les périodes 2018-2019 et 2019-2020. Nous constatons une forte régularité de communication au sein des communiqués de presse pris dans leur intégralité. En revanche, les informations présentes dans les en-têtes sont communiquées de façon beaucoup plus irrégulière, notamment en période de crise. Les changements observés dans la communication de résultats non-GAAP dépendent de l'ampleur de l'impact de la crise sur le chiffre d'affaires. Dans l'ensemble, nos résultats corroborent l'existence d'une gestion des impressions visant à occulter l'impact de la crise COVID sur les résultats.

Abstract: This article investigates the consequences of COVID crisis on the disclosure of non-GAAP earnings. Using a sample of French listed firms (CAC 40 index), we hand-collect non-GAAP earnings information in firms' annual press releases and compare the 2018-2019 and 2019-2020 periods. When we consider the full press release, we find that firms disclose non-GAAP earnings in a consistent manner. However, firms disclose non-GAAP earnings much more irregularly in the headline / first paragraph of the press release. This is particularly pronounced during the crisis period. Finally, we find that changes in non-GAAP information vary depending on the impact of COVID crisis on firms' revenues. Overall, our findings support the existence of an impression management aimed at obscuring the negative impact of COVID crisis on the firm's results.

1. Introduction

En 2020, les entreprises ont dû faire face aux conséquences de la crise COVID et aux confinements décidés par plusieurs pays. Cette crise a eu plusieurs impacts sur les entreprises : (i) pour une majorité, une baisse du niveau d'activité liée aux confinements ; (ii) la mise en place de mesures de protocoles sanitaires internes aux entreprises pouvant générer des coûts supplémentaires (mise à disposition de masques, gel hydroalcoolique, télétravail) ; (iii) l'existence d'aides apportées par l'Etat (prêt garanti ou encore chômage partiel qui a réduit les charges des entreprises). Dans ce contexte, il est intéressant de savoir comment les entreprises ont adapté leur communication pour présenter leurs performances financières.

Plus spécifiquement, nous étudions ici une composante essentielle de la communication volontaire des entreprises : la publication de résultats non-GAAP (ou RNG)¹. Ces derniers sont définis comme des « *indicateurs financiers de la performance de l'entreprise qui ne sont pas préparés selon les règles et/ou principes comptables généralement admis* » (Bradshaw et Sloan, 2002, p. 42). Qualifiés selon diverses dénominations par les entreprises (ex : résultat net ajusté, résultat opérationnel retraité, EBITDA courant, etc.), les RNG correspondent aux résultats dont les modalités de calcul et de présentation ne sont pas prescrites par un référentiel comptable en vigueur (ex : US GAAP, IFRS). Ils permettent aux dirigeants de présenter un résultat excluant les éléments qu'ils jugent comme étant transitoires et sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise (ex : charges de restructuration, plus ou moins-values sur la cession d'actifs, etc.).

Les RNG permettent donc de mettre en évidence un niveau de résultat « récurrent ». L'annexe 1 présente un extrait du communiqué de presse de Michelin pour l'exercice 2020. Il apparaît que le groupe présente en premier lieu un RNG (résultat opérationnel des secteurs). La présentation de l'information règlementée associée (résultat net) n'est, quant à elle, présentée qu'en toute fin de l'extrait de ce communiqué. Ainsi, dans la mesure où la période COVID peut être considérée comme transitoire et sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise, il nous semble intéressant d'analyser si les entreprises ont modifié leur manière de communiquer les RNG.

La question de recherche est la suivante : **Comment les entreprises ont-elles modifié leur communication de RNG face à la crise COVID ?**

Pour répondre à cette question, nous mobilisons le cadre de la gestion des impressions (ci-après GI) (Merkl-Davies et Brennan, 2017). Appliquée à la communication financière, la GI consiste pour les dirigeants à sélectionner l'information à communiquer et à présenter celle-ci de manière à altérer la perception des utilisateurs sur les atteintes de l'organisation. La GI a été largement mobilisée pour expliquer les stratégies de communication dans le cadre d'une baisse de performance (Clatworthy et Jones, 2006) et / ou de la survenance d'une crise (Keush et al., 2012). Compte tenu de la latitude dont disposent les dirigeants dans la communication de RNG, analyser les conséquences de la crise COVID sous le prisme de la GI apparaît particulièrement pertinent.

¹ Le terme « GAAP » désigne les règles et / ou principes comptables généralement admis en comptabilité (« *Generally Accepted Accounting Principles* »).

Cet article présente un intérêt majeur. L'attention portée aux RNG par les investisseurs nous incite à essayer de mieux comprendre la manière dont les entreprises ont adapté leur communication durant la crise COVID. En effet, les RNG semblent être pertinents : les marchés réagissant fortement à l'annonce de ces indicateurs (*i.e.* Marques, 2006 ; Bradshaw et al., 2018). Dans ce contexte, la communication des RNG peut être modifiée afin de changer la perception qu'ont les investisseurs de la performance de l'entreprise. Or, dès mars 2021, le CAC 40 avait retrouvé son niveau d'avant crise (février 2020). Dans ce contexte, il nous semble pertinent de savoir si l'optimisme affichée par les marchés financiers a notamment été guidé par des changements dans les pratiques de communication des RNG de ces entreprises. Nos résultats semblent aller dans ce sens. En effet, en période de crise COVID, si les pratiques de communication des RNG dans les communiqués de presse apparaissent comme stables, les informations liées aux RNG dans les en-têtes des communiqués de presse sont beaucoup moins régulières. Certaines seraient publiées dans une partie moins visible du communiqué.

2. Contexte

La divulgation de RNG par les entreprises s'est accompagnée de l'émergence et de la diffusion d'un cadre réglementaire. En 2015, l'ESMA, l'autorité européenne des marchés financiers, émet des orientations visant à garantir la pertinence et la fiabilité des RNG communiqués en marge des états financiers (qualifiés d'IAP, Indicateurs Alternatifs de Performance)².

Selon l'ESMA, communiquer un RNG doit être fait « *de manière appropriée et utile à la prise de décision de leurs utilisateurs* » (ESMA, 2015, p. 6). L'objectif annoncé est de fournir une information pertinente (au sens de l'IASB³), et complémentaire par rapport au référentiel comptable GAAP, qui aide les investisseurs dans leur prise de décision.

Le RNG « *repose sur des états financiers élaborés conformément au référentiel comptable applicable, le plus souvent en ajoutant ou soustrayant des montants aux chiffres présentés dans les états financiers* ». Les orientations n'imposent aucune règle concernant les éléments à ajouter ou soustraire. Ainsi, il revient au dirigeant d'effectuer les choix de retraitements afin de fournir l'information qu'il juge la plus pertinente.

Toutefois, bien que le calcul des RNG ne soit pas règlementé, l'ESMA impose aux entreprises de fournir plusieurs informations permettant de faciliter la compréhension de ces indicateurs par les utilisateurs. Ainsi, doivent être fournis dans les communiqués la définition (« *les émetteurs ou les personnes responsables du prospectus doivent communiquer, de manière claire et intelligible, les définitions de tous les IAP utilisés* » (ESMA, 2015, p. 9)) et le mode de calcul du RNG (« *un rapprochement de l'IAP avec le poste des états financiers de la période correspondante, ou de son sous-total ou du total le plus proche doit être communiqué en identifiant et expliquant les principaux retraitements* » (ESMA, 2015, p. 9).

² European Securities and Markets Authority (ESMA), autorité de surveillance européenne des marchés financiers créée en 2011.

³ L'IASB (« *International Accounting Standard Board* ») est l'organisme chargé d'établir les normes comptables internationales IAS-IFRS.

De plus, afin de garantir la pertinence et la fiabilité de l'information financière, l'ESMA souligne que les RNG doivent respecter plusieurs autres critères : la cohérence des indicateurs (« *la définition et le calcul d'un IAP doivent être cohérents dans le temps* (ESMA, 2015, p. 11) »), leur comparabilité (« *les IAP doivent être assortis d'indicateurs comparatifs pour les périodes antérieures correspondantes* ») et l'absence d'emphase ou de prééminence « *les IAP ne doivent pas être présentés avec plus d'importance, d'emphase ou de prééminence que les indicateurs directement issus des états financiers* (ESMA, 2015, p. 10) ». Afin d'harmoniser ces pratiques au niveau européen, l'ESMA impose la transposition de ces recommandations par les autorités de régulation nationales compétentes. En France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) intègre les orientations de l'ESMA au sein de son règlement général en décembre 2015 (AMF, 2015). Celles-ci reprennent mot pour mot les principes présentés ci-dessus et sont applicables depuis juillet 2016.

3. Revue de la littérature

3.1. Les RNG : entre réduction de l'asymétrie d'information et opportunisme des dirigeants

Depuis plus de vingt ans, la communication de RNG en marge des états financiers est devenue une pratique largement répandue (Black et al., 2018 ; Clinch et al., 2019)⁴.

La littérature traitant de la communication de RNG s'inscrit au sein de deux paradigmes. Selon Healy et Palepu (2001), la communication financière permet aux dirigeants de réduire l'asymétrie d'information avec les « outsiders » de l'entreprise. Conformément à cette idée, plusieurs travaux suggèrent que la communication de RNG reflète la volonté des dirigeants de fournir une information plus pertinente aux investisseurs. Ainsi, l'annonce de RNG se trouve être davantage corrélée aux rendements boursiers de l'entreprise par rapport au résultat GAAP, suggérant un contenu informationnel supérieur de ces indicateurs (par ex. Marques, 2006 ; Bradshaw et al., 2018). De plus, les RNG facilitent la prédiction de la performance future : les RNG se trouvent plus fortement corrélés aux flux de trésorerie futurs que le résultat GAAP (par ex. Bhattacharya et al., 2004 ; Leung et Veenman, 2018).

Face à cette hypothèse « informative », des travaux révèlent que cette pratique revêt une face plus sombre. La divulgation de RNG (décision de le communiquer, choix de l'indicateur, de son mode de calcul, etc.) est laissée à la discrétion de l'entreprise et de ses dirigeants. En ce sens, elle s'apparente à un élément de communication financière (Pourtier, 2004). Les dirigeants peuvent ainsi moduler le calcul (*i.e.* utilisation des « retraitements non-GAAP ») ou la présentation de ces indicateurs de façon à altérer la perception des utilisateurs sur la réalité économique de l'entreprise. Cette hypothèse « opportuniste » postule que les dirigeants divulguent des RNG afin de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise et / ou occulter les résultats issus de l'information réglementée. Ainsi, les entreprises sont plus à même de communiquer des RNG lorsque le résultat GAAP est en diminution et / ou inférieur aux attentes des investisseurs (ex : prévision établie par les analystes financiers) (Lougee et Marquardt, 2004 ; Choi et Young, 2015).

⁴ Selon Black et al. (2018), 90% des entreprises du S&P500 ont communiqué ces indicateurs entre 2009 et 2014.

3.2. Les RNG un outil de « gestion des impressions »

Le concept de gestion des impressions (GI) ou « *impression management* » provient de la littérature en psychologie sociale (Goffman, 1949)⁵. Dans le cadre d'une entreprise, la GI s'exprime à travers le récit qui accompagne le reporting financier et/ou extra-financier de l'entreprise. Ainsi, la GI « *survient lorsque les dirigeants sélectionnent l'information à communiquer et présentent cette information de manière à modifier la perception des utilisateurs de l'information sur les atteintes de l'organisation* » (Neu, 1991).

Une importante littérature sur la GI s'est développée ces dernières années, reposant notamment sur les récits comptables (Courtis, 2004 ; Clatworthy et Jones, 2006 ; Aerts et Yan, 2017). Courtis (1998) considère que la GI est cohérente avec l'hypothèse d'obscurcissement selon laquelle les dirigeants occultent les échecs et soulignent les succès. Merkl-Davies et Brennan (2007) regroupent quant à eux les stratégies de GI en deux principaux groupes : les stratégies de « dissimulation » consistent à mettre en avant (mettre à l'écart) la bonne performance (mauvaise performance) tandis que les stratégies « d'attribution » consistent pour les dirigeants à s'attribuer les bonnes performances de l'entreprise et à attribuer à des causes extérieures les mauvaises performances.

La communication de RNG s'accompagne également d'une GI. Selon Guillamon-Saorin et al. (2017) plusieurs dimensions des RNG peuvent faire l'objet de GI : (i) la sélectivité des indicateurs communiqués, (ii) l'emphase accordée aux RNG ou encore (iii) le ton utilisé dans les parties narratives accompagnant leur communication. Tout d'abord, les dirigeants ont tendance à sélectionner l'indicateur GAAP ou non-GAAP dépeignant l'image la plus favorable pour l'entreprise (Bowen et al., 2005 ; Bentley et al., 2021). Par ailleurs, les dirigeants ont tendance à présenter les RNG avec davantage d'*emphase* que l'information règlementée au sein des communiqués de presse (Bowen et al., 2005 ; Chen et al., 2021). Par exemple, Marques (2010) constate que beaucoup d'entreprises incluent des RNG directement dans le titre du communiqué sans faire mention du résultat GAAP directement comparable. Enfin, l'utilisation d'une tonalité positive dans les discours accompagnant les RNG peut être un moyen de contrebalancer une diminution de la performance (Michailescu, 2017).

Le contexte de crise constitue un terrain favorable à l'utilisation de la GI par les entreprises. Les refus de responsabilité pour des résultats défavorables sont appelés « attributions défensives » et les attributions utilisées pour s'attribuer le mérite de résultats positifs sont appelées « attributions élogieuses » (Keusch et al., 2012). Keusch et al. (2012) soulignent également que les différences entre les modèles d'attribution dans une situation de crise peuvent être expliquées par le désir de la direction de créer une image de contrôle en période d'instabilité, afin d'éviter de faire croire qu'elle a perdu le contrôle sur les facteurs critiques de succès de l'entreprise. Patteli et Pedrini (2014) constatent que l'optimisme affiché par les entreprises lors de la crise financière de 2008 est principalement motivé par une volonté des dirigeants d'améliorer le dialogue avec les parties prenantes afin de consolider la confiance de ces derniers. Dans le contexte de crise du COVID, Im et al. (2021) ont analysé les lettres de dirigeants d'entreprises du secteur de l'hôtellerie. Ils constatent l'utilisation de techniques

⁵ Schlenker (1980) définit la gestion des impressions comme « *la tentative consciente ou inconsciente de contrôler les images projetées dans des interactions sociales réelles ou imaginaires* ».

rhétoriques visant à rationaliser auprès des parties prenantes les réponses prises pour pallier les conséquences de l'épidémie.

4. Hypothèses

Considérant la littérature, il peut être attendu que les RNG divulgués dans les communiqués de presse constituent : (i) soit des informations complémentaires permettant de fournir une information plus pertinente aux investisseurs, de façon à réduire les asymétries informationnelles, (ii) soit des informations qui reflètent le comportement opportuniste des dirigeants qui souhaitent présenter les résultats les plus favorables. Selon la littérature sur la GI, les dirigeants sélectionnent l'information à communiquer et présentent cette information de manière à modifier la perception des utilisateurs de l'information sur les atteintes de l'organisation. Il y aurait ainsi des stratégies de « dissimulation » consistant à mettre en avant la bonne performance et à mettre à l'écart les mauvaises performances (Merkl-Davies et Brennan, 2007), à présenter les RNG avec davantage d'emphase que les résultats GAAP (Bowen et al., 2005 ; Chen et al., 2021) ou à sélectionner l'indicateur GAAP ou non-GAAP dépeignant l'image la plus favorable pour l'entreprise (Bowen et al., 2005 ; Bentley et al., 2021).

Si la communication de RNG reflète la volonté de fournir une information plus pertinente aux investisseurs, on peut s'attendre à des changements des RNG publiés dans une situation de crise par rapport à la situation antérieure. Ces changements peuvent se traduire (i) d'une part par l'ajout de RNG, suggérant un contenu informationnel supérieur des indicateurs ajoutés ou une volonté de mettre en avant des indicateurs, (ii) mais aussi/ou par la suppression de certains RNG, suggérant une perte de pertinence et de pouvoir informatif des indicateurs supprimés ou une volonté de rendre moins visibles des mauvaises nouvelles, et/ou (iii) par un remplacement ou la substitution de RNG avec, dans le même temps un contenu informationnel supérieur des nouveaux indicateurs par rapport aux anciens ou la volonté de mettre en avant un indicateur de bonne performance et de retirer un indicateur de moindre performance.

Il peut également être considéré que dans les entreprises dans lesquelles l'impact de la crise a été le plus fort, une stratégie « d'attribution » conduirait les dirigeants à peu modifier leur communication de RNG puisque les mauvaises performances et les mauvaises nouvelles d'une manière générale seraient dues à des causes externes et non aux performances des dirigeants. Dans le cas « d'attributions défensives », il ne serait donc pas nécessaire de modifier les RNG qui étaient présentés en situation de non-crise puisque les parties prenantes s'attendent à ce que les performances diminuent (Keusch et al., 2012).

Compte tenu des explications possibles à la communication de RNG, nous allons tester les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1a : Les RNG publiés dans les communiqués de presse en situation de crise sont différents de ceux publiés avant la crise.

Hypothèse 1b : Les RNG publiés dans les en-têtes des communiqués de presse en situation de crise sont différents de ceux publiés avant la crise.

5. Méthodologie de la recherche

5.1. Echantillon

L'échantillon initial est composé des entreprises cotées sur l'indice CAC 40 durant la période 2018-2020⁶. La période d'étude est motivée par la nécessité de disposer d'une période « pré-crise » (exercice 2018) et d'une période « crise » (exercice 2020). L'année 2019 constitue une période de transition dans la mesure où la communication des résultats de cet exercice est intervenue au cours de l'année 2020⁷ (annexe 2). En raison de spécificités comptables et règlementaires, nous avons exclu de cet échantillon initial les établissements bancaires et d'assurance (4 entreprises). De plus, des modifications dans la composition de l'indice au cours de la période étudiée nous ont conduits à exclure 2 entreprises. L'échantillon final présenté en tableau 1 est donc constitué de 34 entreprises (102 entreprises-années).

Tableau 1. Constitution de l'échantillon

	Entreprises	Entreprises-années
Echantillon initial : CAC 40 (2018-2020)	40	120
- Etablissements bancaires et d'assurance	(4)	(12)
- Modification de l'indice au cours de la période d'étude	(2)	(6)
Echantillon final	34	102

Comme le révèle le tableau 2, les entreprises des secteurs de l'industrie et des services aux consommateurs sont particulièrement bien représentées, regroupant respectivement 32,35 % et 23,53 % de l'échantillon total, suivis des secteurs de la haute-technologie et des biens de consommation (8,82 % chacun). Au contraire, certains secteurs ne sont constitués que d'une entreprise (3 entreprises-années) : c'est le cas de l'immobilier, des télécommunications et de l'énergie.

⁶ Entre février et mars 2020, le CAC 40 a connu la plus grosse chute depuis sa création, perdant près de 40% de sa valeur (Source : INSEE)

⁷ À l'exception d'Alstom et Pernod-Ricard, les entreprises de l'échantillon ont un exercice fiscal se clôturant au 31 décembre. Les résultats de l'exercice 2019 ont donc été communiqués pour la plupart des entreprises entre février et mars 2020.

Tableau 2. Représentation des secteurs d'activité dans l'échantillon

Secteur d'activité (ICB – 2)	Entreprises-années	%
Matériaux de base	6	5,88
Biens de consommations	9	8,82
Services aux consommateurs	24	23,53
Industrie	33	32,35
Santé	6	5,88
Immobilier	3	2,94
Haute-technologie	9	8,82
Télécommunications	3	2,94
Services aux collectivités	6	5,88
Energie	3	2,94
Total	102	100

5.2. Collecte des données

Les données ont été collectées manuellement à partir des communiqués de presse de résultats annuels émis par les entreprises de l'échantillon. Publiés en amont du rapport annuel, ces derniers bénéficient d'une attention accrue de la part des investisseurs et confèrent aux dirigeants une grande flexibilité quant à la structure et au contenu de l'information (Louis et al., 2008 ; Davis et al., 2012).

Les communiqués de presse ont fait l'objet d'une analyse détaillée afin de collecter l'ensemble des indicateurs non-GAAP divulgués. Nous avons considéré comme RNG tous les indicateurs autres que ceux précisément définis par la norme IAS 1 du référentiel IFRS. Conformément à la littérature antérieure (Marques, 2006 ; Guillamon-Saorin et al., 2017), nous avons exclu de notre collecte : (i) les indicateurs portant sur la situation financière (ex : dette nette) et / ou les flux de trésorerie (ex : *free cash-flows*), (ii) les indicateurs portant sur des périodes futures et (iii) les sous-totaux communiqués au sein du compte de résultat (ex : résultat opérationnel, résultat d'exploitation, EBITDA)⁸.

Chaque indicateur a d'abord été collecté selon sa terminologie propre au sein du communiqué de presse (voir annexe 3). Chaque indicateur a ensuite été regroupé dans l'une des catégories préalablement identifiées dans la littérature : RNG dérivés du résultat net, RNG dérivés du résultat par action, RNG dérivés de l'EBIT, RNG dérivés du résultat opérationnel, RNG dérivés de l'EBITDA (Marques, 2006 ; Clinch et al., 2019). Lorsque plusieurs RNG d'une même catégorie étaient communiqués pour une entreprise-année donnée, nous avons retenu dans notre regroupement l'indicateur présentant le montant brut le plus élevé. Nous avons également collecté les indicateurs communiqués en variation sur les périodes 2018-2019 et 2019-2020.

⁸ Bien que le calcul de ces sous-totaux ne soit pas normalisé, leur inclusion au sein du compte de résultat est permise par la norme IAS1 et ils font l'objet d'un audit externe.

6. Résultats

Les résultats sont présentés en trois temps. D'abord, nous réalisons une analyse de la communication des RNG sur les communiqués de presse dans leur intégralité (6.1.). Ensuite, nous nous focalisons sur les RNG présentés par les entreprises dans les en-têtes des communiqués (6.2.). Enfin, nous observons si les pratiques de communication des RNG varient en fonction de l'impact plus ou moins fort de la crise COVID sur le chiffre d'affaires (6.3.).

6.1. Etude de l'intégralité du communiqué de presse

Plusieurs dimensions des RNG sont étudiées ici. Nous présenterons successivement : la dénomination des RNG communiqués, le montant des indicateurs GAAP et « non-GAAP » et la régularité dans la communication des RNG.

6.1.1. Dénomination des RNG

L'annexe 3 présente la liste exhaustive des RNG communiqués par les entreprises. Trois éléments ressortent. Premièrement il existe une grande diversité dans les appellations utilisées par les entreprises. Deuxièmement, sur la période étudiée, les entreprises françaises utilisent majoritairement des RNG issus du résultat opérationnel (107 occurrences), puis ceux dérivés du résultat net (en euros ou par action). Les RNG issus de l'EBITDA ou de l'EBIT apparaissent plus minoritaires dans notre échantillon.

Ces résultats sont conformes aux travaux antérieurs (ex : Clinch et al., 2019) et reflètent l'importance du résultat opérationnel dans les pratiques comptables en France, notamment par le biais des soldes intermédiaires de gestion. Enfin, certaines appellations laissent supposer que le RNG a été établi conformément à une norme en vigueur (par ex. « résultat net normalisé », « BNPA normalisé »). Inversement, d'autres dénominations font explicitement référence au caractère non réglementé des RNG. C'est le cas par exemple du « résultat net non-IFRS ».

6.1.2. Le montant des RNG

Le tableau 3 présente le montant des RNG sur les 3 années de l'étude. A titre de comparaison, nous présentons également l'évolution des principaux indicateurs publiés selon le référentiel comptable IFRS (GAAP).

Dans la première partie du tableau établie à partir des indicateurs comptables IFRS (GAAP), il apparaît que la plupart des indicateurs GAAP progressent, à l'exception du résultat net, en régression de 6,8% de 2018 à 2019. Entre 2019 et 2020, nous observons que l'activité des entreprises a reculé : chute de 15,1 % du chiffre d'affaires, baisse de 13,6 % du résultat net et de 15 % des flux de trésorerie liés à l'activité. En revanche, la trésorerie nette disponible s'est accrue de 35,2 %. Cela peut être lié aux dispositifs d'aide fournis par l'Etat (prêt garanti par l'Etat, chômage partiel qui réduit les décaissements liés à la masse salariale, etc.) ou à l'obtention de nouvelles ressources de la part des apporteurs de capitaux (emprunts nouveaux, recapitalisation, etc.).

Dans la deuxième partie du tableau, il apparaît que tous les indicateurs « non-GAAP » ont progressé entre 2018 et 2019. Les augmentations entre 2018 et 2019 se situaient entre 7,6% et 16,1 %, avec notamment un RNG dérivé du résultat net en augmentation de 7,6% de 2018 à 2019 alors que sur la même période le résultat net GAAP diminuait, lui, de 6,8%. Pendant la crise (exercice 2020), ces indicateurs sont tous en recul. De 2019 à 2020, le RNG dérivé du résultat net diminue de 13,3 %. Cette baisse se situe dans les mêmes proportions que le résultat net GAAP. Les RNG liés au BNPA, à l'EBIT et au résultat opérationnel reculent quant à eux de plus de 20 %. Le recul du RNG dérivé de l'EBITDA est de 9,9 %. Cet indicateur est donc celui qui se maintient le mieux en période de crise⁹.

	2018	2019	2020
Evolution des indicateurs comptables GAAP			
	Moyenne (Ecart-Type)	Moyenne (Ecart-Type)	Moyenne (Ecart-Type)
Chiffre d'affaires	31 524 242 (33 997 289)	32 963 636 (33 902 857)	27 984 848 (33 997 289)
<i>Variation N-1</i>		+4,6 %	- 15,1 %
Résultat net GAAP	2 190 176 (2 165 923)	2 040 048 (2 253 669)	1 762 370 (2 336 833)
<i>Variation N-1</i>		-6,8%	-13,6%
FNT liés à l'activité	3 627 588 (4 438 895)	4 199 536 (4 642 473)	3 565 967 (3 812 932)
<i>Variation N-1</i>		+15,7 %	- 15%
Trésorerie nette	4 978 336 (5 742 891)	5 448 742 (5 906 366)	7 366 667 (7 413 192)
<i>Variation N-1</i>		+9,4%	+ 35,2 %
Evolution des indicateurs comptables non-GAAP			
RNG dérivés du résultat net	3 658 027 (6 210 379)	2 720 745 (2 667 561)	1 884 991 (1 691 630)
<i>Variation N-1</i>		+7,6%	-13,3%
RNG dérivés du BNPA	4,92	5,46	4,11
<i>Variation N-1</i>		+10,7%	-21,9%
RNG dérivés de l'EBITDA	4 804 085 (3 894 800)	4 992 469 (3 681 381)	4 214 286 (3 376 584)
<i>Variation N-1</i>		+16,1%	-9,9%
RNG dérivés de l'EBIT	2 720 600 (2 100 910)	3 112 800 (2 463 538)	1 807 000 (1 221 063)
<i>Variation N-1</i>		+15,5 %	-27,9%
RNG dérivés du résultat opérationnel	3 660 567 (3 225 252)	4 014 467 (3 332 185)	2 960 862 (2 296 369)
<i>Variation N-1</i>		+11,2 %	-19,8%

Tableau 3. Evolution des indicateurs GAAP et non-GAAP sur la période

⁹ Il n'a pas été possible de mettre en évidence la variation GAAP des mêmes indicateurs : BNPA, EBITDA, EBIT, résultat opérationnel, ce qui aurait permis de se rendre compte si le choix d'indicateurs non-GAAP avait conduit à des baisses moins importantes que les indicateurs GAAP.

6.1.3. La régularité de communication des RNG

Le tableau 4 présente le volume total de communication des RNG sur l'ensemble de la période d'étude (2018 à 2020). Nous distinguons les RNG présentés en valeur absolue, ceux présentés en valeur par action et ceux présentés en variation annuelle.

En moyenne, les entreprises du CAC 40 communiquent 3,284 RNG au sein d'un même communiqué de presse. La plupart des entreprises communiquent ces RNG en valeur absolue (en moyenne, 2,539 RNG présentés) ainsi qu'en variation (en moyenne 2,617). En revanche, communiquer un RNG par action est une pratique notable mais moins répandue (0,745 RNG par action dans chaque communiqué). Enfin, il convient de noter que certaines entreprises communiquent jusqu'à 8 indicateurs dans le même communiqué (ex : exercice 2019), ce qui reflète une certaine hétérogénéité dans les pratiques de communication.

En termes d'évolution, on note une légère diminution du volume de communication en période COVID : 3,147 RNG en 2020 contre 3,323 RNG en 2018 et 3,382 en 2019. Nous observons également une baisse du volume global de communication des RNG présentés en valeur absolue sur cette période (2,441 en 2020 contre 2,676 en 2019). Deux explications peuvent être avancées. Premièrement, il est possible que la crise COVID se soit traduite par une perte de pertinence de certains indicateurs non-GAAP, due à la survenance de nouvelles charges ou la réduction de chiffre d'affaires. Si tel est le cas, la suppression de certains RNG reflète une volonté des dirigeants de faciliter aux utilisateurs la bonne compréhension de l'information en se recentrant sur un plus petit nombre d'indicateurs, mieux choisis.

La diminution du volume d'information peut également traduire une plus grande sobriété des dirigeants visant à rassurer les investisseurs dans une période de crise, en revenant par exemple à l'information réglementée (ex : résultat GAAP). Deuxièmement, il peut exister une volonté de dissimuler les mauvaises nouvelles liées à la crise. En effet, la crise COVID peut s'être traduite par une évolution défavorable des RNG utilisés par les entreprises. Dans ce cas, le choix de ne plus communiquer cet indicateur serait davantage conforme à l'hypothèse de « l'obscurcissement » avancée par la littérature (Courtis, 1998 ; 2004).

Enfin, la communication de la variation annuelle des RNG est en recul. Comparer le RNG d'une période saine (2019) avec celui d'une période de crise (2020) n'est peut-être pas toujours jugé pertinent par les dirigeants. Une observation qualitative vient renforcer cette observation. Certaines entreprises ne présentent plus le RNG annuel en le comparant à l'année passée, mais à une période antérieure comparable. Par exemple, Bouygues, Téléperformance ou Engie comparent le RNG du second semestre 2020 avec celui du second semestre 2019. Cela permet de neutraliser l'effet du confinement du premier semestre 2020 et ainsi comparer deux semestres avec un niveau d'activité comparable. Une autre pratique comparative est celle de Veolia qui compare le RNG du 4ème trimestre 2020 avec celui du 3ème trimestre 2020 afin de montrer la progression du modèle d'affaires sur deux périodes successives.

Tableau 4. Evolution du volume d'information (en nombre d'indicateurs)

<u>Indicateurs (totaux) en valeur</u>	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Min	Max
2018	3,323	3	1,627	1	7
2019	3,382	3	1,758	1	8
2020	3,147	3	1,500	1	6
Total	3,284	3	1,619	1	8
<u>Indicateurs en valeur absolue</u>					
2018	2,500	2	1,187	1	5
2019	2,676	2	1,429	1	7
2020	2,441	2	1,049	1	4
Total	2,539	2	1,224	1	7
<u>Indicateurs en valeur par action</u>					
2018	0,822	1	0,869	0	2
2019	0,705	0,500	0,498	0	2
2020	0,705	0,500	0,798	0	2
Total	0,745	1	0,816	0	2
<u>Indicateurs en variation annuelle</u>					
2018	2,647	2,500	1,703	0	7
2019	2,676	2,500	1,753	0	6
2020	2,529	3	1,673	0	6
Total	2,617	3	1,694	0	7

Cette sélectivité des dirigeants dans le choix de communiquer (ou de ne pas communiquer) questionne la régularité avec laquelle les entreprises divulguent des RNG d'une période à l'autre. Le tableau 5 présente la régularité avec laquelle les RNG sont communiqués d'une période à l'autre (codée 1 si le même RNG est communiqué 2 années de suite, 0 sinon).

Le tableau 5 révèle une forte régularité dans la communication des RNG. Toutes catégories d'indicateurs confondues, la régularité de communication est de 82,35%. En d'autres termes, dans plus de 8 cas sur 10, les RNG communiqués en N sont les mêmes que ceux communiqués en N-1 (*i.e.* cohérents d'une année à l'autre). Pour rappel, l'ESMA impose depuis 2015 aux entreprises une permanence des méthodes en exigeant que ces dernières conservent la même définition et la même méthode de calcul année après année (ESMA, 2015, p. 11). Ce résultat reflète donc la bonne conformité des entreprises à cette recommandation particulière.

Par ailleurs, on observe que cette régularité s'est accrue en période de crise, passant de 79,41% entre 2018 et 2019 à 85,29% entre 2019 et 2020. De plus, il semble que la hausse observée soit principalement le fait de deux catégories d'indicateurs : les RNG dérivés du résultat net (communiqués simultanément en 2019 et 2020 dans 96% des cas) et les RNG dérivés du résultat par action (communiqués simultanément en 2019 et 2020 dans 90% des cas). A contrario, on observe une diminution dans la régularité de communication des RNG dérivés de l'EBITDA (passant de 100% à 91,85%) ou du résultat opérationnel (passant de 100% à 96,67%).

Dans la deuxième partie du tableau 5, on peut voir que 50% des cas d'irrégularités sont dus à l'ajout d'au moins un indicateur non communiqué l'année précédente tandis que 41,67% des

cas d'irrégularité sont dus au retrait d'au moins un indicateur préalablement communiqué. Enfin, 8,33% de l'irrégularité correspond à la substitution d'un indicateur par un autre. Par ailleurs, on observe que l'ajout d'indicateurs passe de 42,85% des causes d'irrégularités entre 2018 et 2019 à 60% entre 2019 et 2020. En période de crise, il semble donc que les entreprises aient eu tendance à communiquer un indicateur supplémentaire qu'elles ne communiquaient pas l'année précédente. A contrario, alors que la substitution d'indicateurs représentait 14,3% des causes d'irrégularité sur la période 2018-2019, celle-ci est nulle entre 2019 et 2020.

	Total	Δ2018-2019	Δ2019-2020
Régularité du choix de communication 2019-2020 versus 2018-2019	%	%	%
Toutes catégories confondues	82,35%	79,41% (27/34)	85,29% (29/34)
RNG dérivés du résultat net	86%	76%	96%
RNG dérivés du résultat par action	87,50%	85%	90%
RNG dérivés de l'EBITDA	96,42%	100%	91,85%
RNG dérivés de l'EBIT	100%	100%	100%
RNG dérivés du résultat opérationnel	98,33%	100%	96,67%
Type d'irrégularité en 2019-2020 versus 2018-2019	%	%	%
Ajout d'au moins un RNG	50%	42,85%	60%

Tableau 5. Régularité de communication des RNG (intégralité du communiqué)

		(3/7)	(3/5)
Retrait d'au moins un RNG	41,67%	42,85% (3/7)	40% (2/5)
Substitution d'un RNG par un autre	8,33%	14,30% (1/7)	0% (0/5)

Dans l'ensemble, à l'échelle du communiqué de presse, les pratiques de communication des RNG sont plutôt régulières (tableaux 3 et 4) : on perçoit un nombre d'indicateurs moyen légèrement en baisse, et, dans plus de 8 cas sur 10, les RNG communiqués sont similaires d'une année à l'autre. Par ailleurs, ces résultats suggèrent que la crise COVID a incité les dirigeants à fournir une information plus cohérente auprès de leurs destinataires, par le biais d'une continuité (ou permanence) dans les choix d'indicateurs présentés au sein des communiqués de presse. Dans le même temps, il semble qu'une partie au moins des entreprises ait adapté ses pratiques de communication, principalement par le biais de l'ajout de nouveaux indicateurs non-GAAP (Merkl-Davies et Brennan, 2007). Les cas d'irrégularités sont dus essentiellement à des ajouts d'indicateurs, suivis de suppressions et enfin d'un effet de substitution. En revanche, les informations supprimées ou substituées à l'échelle du communiqué sont relativement marginales.

6.2. Etude des RNG dans l'en-tête du communiqué de presse

Dans cette seconde partie des résultats, nous nous focalisons sur les RNG mis en avant par les dirigeants, c.à.d. les RNG présentés dans l'en-tête des communiqués de presse.

6.2.1. Volume de communication des RNG

La première partie du tableau 6 présente le nombre de RNG présentés, toute catégorie d'indicateurs confondus. Sur l'ensemble de la période, les dirigeants présentent en moyenne 2,936 RNG dans l'en-tête du communiqué de presse. Nous observons une diminution du volume de RNG présentés dans les en-têtes, celui-ci passant de 3,218 RNG en 2019 à 2,416 en 2020 au moment de la crise COVID. Ces résultats sont à mettre en perspective avec ceux de la partie 6.1. En effet, nous observons une chute beaucoup plus importante du volume de RNG moyen communiqué dans l'en-tête par rapport au volume de RNG moyen dans le communiqué de presse. Ainsi, les entreprises présentent une stabilité des indicateurs dans le communiqué de presse alors que ce n'est pas le cas dans les entêtes car le nombre moyen d'indicateurs est fortement réduit.

La diminution du volume de communication est le fait de certaines catégories d'indicateurs. Ainsi, la communication de RNG dérivés du résultat net, de l'EBIT et du résultat par action recule sensiblement entre 2019 et 2020 (période de crise). A contrario, la communication de RNG dérivés de l'EBITDA progresse. L'EBITDA étant calculé avant prise en compte de nombreuses charges, il est possible que cet indicateur ait été relativement moins impacté par

la crise COVID. Bouwens (2019) constate ainsi que les RNG dérivés de l'EBITDA présentent une image plus favorable que la totalité des autres indicateurs non-GAAP. De plus, les entreprises accordant le plus d'emphase aux RNG dérivés de l'EBITDA sont celles dont les conflits d'agence sont les plus importants : ces entreprises sont plus endettées et moins performantes que les autres. Dans un contexte de crise, la communication de RNG dérivés de l'EBITDA dans l'en-tête du communiqué de presse permettrait ainsi de mettre en exergue une mesure de résultat moins défavorable aux yeux des investisseurs.

Enfin, il semble qu'il y ait une réelle volonté de ne pas mettre en relief le chiffre de la variation des RNG. Pendant la période pré-covid, la grande majorité des entreprises présentaient la variation annuelle de RNG (84,4%). Cette variation était généralement présentée en 2^{nde} position après le montant du RNG associé. En 2020, près de 30 % des entreprises arrêtent de communiquer la variation du RNG (et notamment quand il s'agit de l'indicateur présenté en 1^{ère} ou 2^{ème} position). Par exemple, l'indicateur présenté par Vinci en 1^{ère} position en 2019 est la variation du « résultat opérationnel sur activité » (+15%). En 2020, cet indicateur est relégué en 4^{ème} position, tandis que l'EBITDA devient l'indicateur mis en avant par l'entreprise. Ces résultats suggèrent une volonté du dirigeant de ne pas mettre en avant la chute des performances notamment en arrêtant de communiquer la variation annuelle des RNG.

Table 6. Présentation des RNG dans l'en-tête du communiqué

	Total	2018	2019	2020
Nombre de RNG dans l'en-tête	Moyenne (Ecart-type)	Moyenne (Ecart-type)	Moyenne (Ecart-type)	Moyenne (Ecart-type)
Tout indicateur confondu	2,936 (1,591)	3,062 (1,740)	3,218 (1,580)	2,416 (1,387)
Fréquence d'apparition dans l'en-tête	Total	2018	2019	2020
<u>RNG en valeur</u>	N (%)	N (%)	N (%)	N (%)
RNG dérivés du résultat net	37 (38,9%)	11 (34,4%)	14 (43,8%)	12 (38,7%)
RNG dérivés de l'EBITDA	23 (24,2%)	8 (25%)	7 (21,9%)	8 (25,8%)
RNG dérivés de l'EBIT	14 (14,7%)	5 (15,6%)	5 (15,6%)	4 (12,9%)
RNG dérivés du résultat opérationnel	56 (58,9%)	18 (56,3%)	19 (59,4%)	19 (61,3%)
<u>RNG par action</u>	22 (24,2%)	7 (22,6%)	8 (25,8%)	7 (24,1%)
<u>RNG en variation annuelle</u>	72 (75,8%)	27 (84,4%)	27 (84,4%)	18 (58,1%)
Ordre d'apparition dans l'en-tête	Total	2018	2019	2020
<u>1^{ère} position</u>	N	N	N	N
RNG dérivés du résultat net	8	2	3	3
RNG dérivés de l'EBITDA	15	5	4	6
RNG dérivés de l'EBIT	9	2	3	4
RNG dérivés du résultat opérationnel	36	12	13	11
RNG par action	4	1	2	1
RNG en variation annuelle	24	10	8	6
<u>2^{ème} position</u>	N (%)	N (%)	N (%)	N (%)
RNG dérivés du résultat net	9	3	4	2
RNG dérivés de l'EBITDA	4	2	2	2
RNG dérivés de l'EBIT	1	1	2	0
RNG dérivés du résultat opérationnel	10	3	3	4
RNG par action	10	3	2	5
RNG en variation annuelle	44	15	18	11
<u>3^{ème} position</u>	N (%)	N (%)	N (%)	N (%)
RNG dérivés du résultat net	14	4	5	5
RNG dérivés de l'EBITDA	3	1	1	0
RNG dérivés de l'EBIT	4	2	0	0
RNG dérivés du résultat opérationnel	10	3	3	4
RNG par action	4	1	3	1
RNG en variation annuelle	4	2	1	1
<u>4^{ème} position</u>	N (%)	N (%)	N (%)	N (%)
RNG dérivés du résultat net	6	2	2	2
RNG dérivés de l'EBITDA	1	0	0	0
RNG dérivés de l'EBIT	0	0	0	0
RNG dérivés du résultat opérationnel	0	0	0	0
RNG par action	3	1	1	0
RNG en variation annuelle	0	0	0	0

6.2.2. La régularité de communication des RNG

Le tableau 7 présente la régularité avec laquelle les RNG sont communiqués dans l'en-tête du communiqué de presse. Pour interpréter les résultats du tableau 7, rappelons qu'à l'échelle du communiqué de presse pris dans son intégralité, la communication des RNG était très régulière (entre 80 et 85 %, cf. tableau 5).

Les informations liées aux RNG présentées dans l'en-tête sont beaucoup moins régulières. Seuls 57,6 % des RNG présentés en 2018 le sont aussi en 2019. Cette irrégularité est expliquée majoritairement par l'ajout d'indicateurs (7 cas), mais aussi par la suppression de RNG (5 cas). La régularité chute à 41,9 % de 2019 à 2020. Cela est lié majoritairement à la suppression de RNG présentés (12 cas). Si, à l'échelle du communiqué, les dirigeants communiquent de manière relativement régulière les RNG (cf. tableau 5), ces derniers semblent utiliser leur discrétion pour diminuer la visibilité des indicateurs défavorables dans la partie la plus visible du communiqué de presse. A l'inverse, l'ajout d'un nouveau RNG est marginale (3 cas) en situation de crise.

Tableau 7. Cohérence de présentation des RNG dans l'en-tête du communiqué

	Δ2018-2019	Δ2019-2020
<u>Indicateurs similaires sur les deux périodes</u>	N (%)	N (%)
OUI	19 (57,6%)	13 (41,9%)
NON	14 (42,4%)	18 (58,1%)
<i>Dont : (si réponse = NON)</i>		
<i>Ajout d'un nouvel indicateur</i>	7	3
<i>Suppression d'un indicateur</i>	5	12
<i>Substitution d'un indicateur par un autre</i>	2	3
<u>Indicateurs présentés dans le même ordre</u>	N (%)	N (%)
OUI	15 (45,5%)	10 (32,3%)
NON	18 (54,5%)	21 (67,7%)
<u>Indicateur présenté en 1^{ère} position similaire</u>	N (%)	N (%)
OUI	26 (78,8%)	22 (70,9%)
NON	7 (21,2%)	9 (29,1%)

Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que l'irrégularité dans la partie la plus visible du communiqué de presse (*i.e.* en-tête) n'est pas liée à une volonté du dirigeant de présenter une information plus pertinente (3 cas uniquement), mais bien à une volonté de ne pas mettre en lumière les mauvaises performances, en les supprimant des en-têtes (12 cas). On note donc, dans une situation de crise, une relative régularité des publications de RNG dans les communiqués de presse et un choix de mise en retrait de ces indicateurs dans les en-têtes. A titre d'illustration, en 2019 (pré-crise), le volume de RNG présents au sein du communiqué était en moyenne de 3,382 contre 3,218 dans l'en-tête. En 2020 (crise), 3,147 RNG étaient inclus dans le communiqué contre 2,416 dans l'en-tête. Il apparaît donc une réelle gestion des impressions. Des RNG seraient supprimés de la partie en-tête des communiqués, mais seraient pour certains d'entre eux, présentés plus loin, dans une deuxième partie du communiqué, de façon à rendre le message communiqué moins visible aux yeux des investisseurs. Selon Cheng et al. (2021), la réaction des investisseurs dépend de l'ordre avec lequel les

informations sont disséminées dans le communiqué de presse, ces derniers réagissant davantage aux informations divulguées le plus tôt. Ainsi, une telle stratégie permettrait aux dirigeants de réduire l'impact négatif associé à l'annonce de nouvelles défavorables.

6.3. Effet du COVID sur la régularité

Le tableau 8 présente la cohérence et la régularité de la communication des RNG dans les en-têtes en fonction de l'impact du COVID sur le chiffre d'affaires. Nous comparons ainsi trois groupes distincts d'entreprises : (i) celles dont le chiffre d'affaires a baissé fortement (13 entreprises), (ii) celles dont le chiffre d'affaires a baissé modérément (13 entreprises) et (iii) celles dont le chiffre d'affaires a augmenté (8 entreprises)¹⁰.

Table 8. Cohérence dans la présentation de l'en-tête en fonction de l'impact du COVID

	Variation 2019-2020	Variation 2019-2020	Variation 2019-2020
	Impact COVID sur le CA = CA en forte baisse (13 entreprises)	Impact COVID sur le CA = CA en faible baisse (13 entreprises)	Impact COVID sur le CA = CA en hausse (7 entreprises)
	%	%	
Indicateurs similaires sur les deux périodes			
OUI	61,5%	18,2%	42,8%
NON	38,5%	81,8%	57,2%
Total	100%	100%	100%
<i>Dont : (si réponse = NON)</i>			
<i>Ajout d'un nouvel indicateur</i>	40%	0%	25%
<i>Suppression d'un indicateur</i>	40%	77,7%	75%
<i>Substitution d'un indicateur par un autre</i>	20%	22,3%	0%
Indicateurs présentés dans le même ordre			
OUI	46,1%	9,1%	42,8%
NON	53,9%	90,9%	57,2%
Indicateur présenté en 1^{ère} position similaire			
OUI	69,2%	72,7%	71,4%
NON	30,8%	27,3%	28,6%

sur le chiffre d'affaires (variation 2019-2020)

Nous pouvons observer une relation curvilinéaire entre la variation du chiffre d'affaires induite par la crise COVID et la régularité de communication au niveau de l'en-tête. Ainsi, les entreprises de l'échantillon semblent davantage régulières en cas d'augmentation du chiffre d'affaires ou au contraire en cas de forte diminution du chiffre d'affaires. En fait, c'est lorsque le chiffre d'affaires a subi une forte baisse que la régularité apparaît la plus importante. Dans

¹⁰ La distinction entre les entreprises dont le CA a baissé fortement avec celles dont le CA a baissé modérément a été faite en fonction de la valeur médiane de la variation négative de chiffre d'affaires sur la période 2019-2020.

cette situation, 61,5% des indicateurs présentés dans l'en-tête du communiqué de presse sont similaires à ceux de 2019 et 46,1% sont présentés dans le même ordre. Cette distinction peut être interprétée à l'aune des travaux de Keush et al. (2012) et Merkl-Davies et Brennan (2017). Quand la crise est forte, les dirigeants peuvent adopter une stratégie d'attribution et imputer les mauvaises performances à un facteur externe. Cet « effet d'aubaine » peut ainsi les conduire à continuer de communiquer les mêmes RNG (malgré leur diminution) en se dédouanant grâce à la crise.

A contrario, il apparaît que lorsque l'impact de la crise COVID sur le chiffre d'affaires est modéré, l'irrégularité de communication des RNG est la plus forte. Les dirigeants essaient de dépeindre la meilleure image de l'entreprise dans les en-têtes des communiqués. Cela se traduit dans la plupart des indicateurs : il y a plus de différences dans les RNG présentés, il y a plus de suppressions d'indicateurs et de substitution. Cette stratégie est davantage cohérente avec une stratégie « d'obscurcissement » visant pour les dirigeants à tenter d'occulter l'impact négatif de la crise COVID sur les indicateurs non-GAAP concernés.

7. Conclusion

La crise du COVID survenue au cours de l'exercice 2020 a eu un impact considérable sur le niveau d'activité et la rentabilité des entreprises. Dans cet article, nous étudions dans quelle mesure les entreprises ont adapté leur communication financière aux conséquences de cette crise. Nous nous intéressons plus particulièrement aux résultats non-GAAP (RNG), qui constituent une composante essentielle de la communication volontaire des entreprises.

Nos résultats montrent que la crise COVID a modifié la communication des RNG des entreprises du CAC 40 à plusieurs niveaux. A l'échelle du communiqué pris dans son intégralité, nous observons une stabilité dans le choix des indicateurs non-GAAP communiqués par les dirigeants. Cette régularité a même augmenté pendant la crise COVID, ce qui suggère une volonté des dirigeants de fournir aux investisseurs une information plus cohérente dans une période marquée par une plus grande incertitude.

Dans les en-têtes en revanche, la crise COVID s'est traduite par des changements dans les RNG communiqués. Ainsi, les dirigeants ont tendance à supprimer ou à substituer des indicateurs qu'elles communiquaient préalablement. Plus spécifiquement, il semble que les dirigeants choisissent de supprimer les RNG mais de continuer à les communiquer dans le reste du document. Cette tension s'exprime de deux manières : d'un côté assurer une continuité des pratiques, mais d'un autre côté ne pas rendre ces RNG visibles en les supprimant de l'en-tête. Ces résultats entrent en résonance avec le cadre de la GI mobilisé dans cet article et plus spécifiquement, avec les stratégies « d'obscurcissement » mises en évidence par de nombreux travaux (Courtis, 2006 ; Merkl-Davies et Brennan, 2007). Dans la mesure où les investisseurs réagissent davantage aux informations divulguées plus tôt dans les communiqués (Elliot, 2006 ; Cheng et al., 2021), cette stratégie permettrait aux dirigeants d'éviter et / ou d'atténuer les conséquences négatives liées à l'annonce de nouvelles défavorables.

Enfin, les changements observés dans la communication de RNG dépendent de l'ampleur de l'impact de la crise COVID sur le chiffre d'affaires. Ainsi, la volonté de limiter la visibilité

des mauvaises performances des RNG (stratégie d'obscurcissement) est exacerbée lorsque la baisse du chiffre d'affaires est modérée. Dans ce cas, il semble que les dirigeants aient de fortes incitations à minimiser l'impact négatif de la crise perçue par les lecteurs des communiqués de presse qui ne considèreraient que les en-têtes. Au contraire, lorsque l'impact sur le chiffre d'affaires est important, les dirigeants ont plutôt tendance à adopter des pratiques régulières d'une période à l'autre. Ce résultat est cohérent avec une stratégie « d'attribution », visant pour les dirigeants à imputer les mauvais résultats de l'entreprise à des facteurs externes (Keush et al., 2012 ; Merkl-Davies et Brennan, 2017). Dans ce cas, les dirigeants se sentiraient davantage protégés et n'auraient pas d'incitations à dissimuler de l'information aux investisseurs.

Nos résultats présentent des implications pratiques importantes. La divulgation de RNG suscite depuis plusieurs années des inquiétudes de la part des organismes de régulation, inquiétudes ayant conduit à la mise en place de recommandations de la part de l'ESMA. Ces inquiétudes sont d'autant plus fondées que de nombreuses études ont démontré l'influence que pouvait avoir la présentation des RNG sur la prise de décision des investisseurs (Elliot, 2006 ; Reimsbach, 2014). Le 28 février 2020, l'AMF a ainsi rappelé aux entreprises communiquant de tels indicateurs de se conformer aux recommandations de l'ESMA, notamment dans le contexte spécifique du COVID. Ces conclusions appellent des recherches futures relatives aux conséquences de la GI sur la réaction du marché (Marques, 2010 ; Guillamon-Saorin et al., 2017). Cette question est d'autant plus prégnante que le CAC 40 a retrouvé son niveau d'avant crise, signe que les investisseurs anticipent une reprise de l'activité. La question est alors de savoir le rôle joué par la communication des RNG dans cet optimisme affiché par les marchés. Les résultats de notre étude renforcent ce questionnement : les marchés sont-ils influencés par les informations mises en avant par les dirigeants ou vont-ils chercher dans le reste du communiqué de presse les informations que les dirigeants tentent de dissimuler ?

Bibliographie

- Aerts W., Yan B. (2017), « Rhetorical impression management in the letter to shareholders and institutional setting: A metadiscourse perspective », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 30, n° 2, p. 404-432.
- AMF (2015), « Position AMF – Indicateurs Alternatifs de Performance »
- Bentley J.W., Stubbs K., Tian Y., Whited R. (2021), « Manipulating the Narrative: Managerial Discretion in the Emphasis of GAAP Metrics in Earnings Announcements Press Releases ». Disponible sur SSRN à l'adresse https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3497739
- Bhattacharya N., Black E.L., Christensen T.E., Merge R.D. (2004), « Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting », *Accounting Horizons*, vol. 18, n° 1, p. 27- 43.
- Black D.E., Christensen T.E., Ciesielski J.T., Whipple B.C. (2018), « Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 45, n° 3-4, p. 259- 294.
- Bouwens, J. (2019), « The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 25, n° 1, p. 55-105.
- Bowen R.M., Davis A.K., Matsumoto D.A. (2005), « Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention, and Market Reactions », *The Accounting Review*, vol. 80, n° 4, p. 1011- 1038.
- Bradshaw M.T., Christensen T.E., Gee K.H., Whipple B.C. (2018), « Analysts' GAAP earnings forecasts and their implications for accounting research », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 66, n° 1, p. 46- 66.
- Bradshaw M.T., Sloan R.G. (2002), « GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n° 1, p. 41- 66.
- Chen, H.C., Lee, Y.J., Lo, S.Y., Yu, Y. (2021), « Qualitative characteristics of non-GAAP disclosures and non-GAAP earnings quality », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 72, n° 1, p. 1-24.
- Cheng L., Roulstone D.T., Van Buskirk A. (2021), « Are Investors Influenced by the Order of Information in Earnings Press Releases? », *The Accounting Review*, vol. 96, n° 2, p. 413-433.
- Choi Y.-S., Young S. (2015), « Transitory earnings components and the two faces of non-generally accepted accounting principles earnings », *Accounting & Finance*, vol. 55, n° 1, p. 75- 103.
- Clatworthy M.A., Jones M.J. (2006), « Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 19, n° 4, p. 493-511
- Clinch G., Tarca A., Wee M. (2019), « Exploring Comparability in Disclosure of Non-IFRS Performance Measures », *Working paper* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3343965.
- Courtis J.K. (1998), « Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 11, n° 4, p. 459-76.
- Courtis J.K. (2004), « Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? », *The British Accounting Review*, vol. 36, n° 3, p. 291-312.
- Davis A.K., Piger J.M., Sedor L.M. (2012), « Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language: Content of Earnings Press Release Language », *Contemporary Accounting Research*, vol. 29, n°3, p. 845- 868.

- Elliot W.B. (2006), « Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements? », *The Accounting Review*, vol. 81, n° 1, p. 113-133.
- ESMA (2015), « ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures ».
- Goffman E. (1949), « Presentation of self in everyday life », *American Journal of Sociology*, vol. 55, p. 6-7.
- Guillamon-Saorin E., Isidro H., Marques A. (2017), « Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 44, n° 3- 4, p. 448- 479.
- Healy P. M., Palepu K.G. (2001), « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, n° 1-3, p. 405-440.
- Im J., Kim H., Miao Li. (2021), « CEO letters: Hospitality corporate narratives during the COVID-19 pandemic », *International Journal of Hospitality Management*, vol. 92, p. 1-9.
- Keusch T., Bollen L.H.H., Hassink H.F.D. (2012), « Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises », *European Accounting Review*, vol. 21, n° 3, p. 623-648.
- Leung E., Veenman D. (2018), « Non- GAAP earnings disclosure in loss firms », *Journal of Accounting Research*, vol. 56, n° 4, p. 1083-1137.
- Louis H., Robinson D., Sbaraglia A. (2008), « An integrated analysis of the association between accrual disclosure and the abnormal accrual anomaly », *Review of Accounting Studies*, vol. 13, n°1, p. 23- 54.
- Lougee B.A., Marquardt C.A. (2004), « Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of “pro forma” earnings », *The Accounting Review*, vol. 79, n° 3, p. 769- 795.
- Marques A. (2006), « SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures », *Review of Accounting Studies*, vol. 11, n° 4, p. 549- 574.
- Marques A. (2010), « Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases », *The British Accounting Review*, vol. 42, n° 2, p. 119- 131.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N.M. (2007), « Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? » *Journal of Accounting Literature*, vol. 26, p. 116–194.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N.M. (2017), « A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 30, n° 2, p. 433-469.
- Michaïlesco, C. (2017), « Communiquer sur les résultats annuels : L’usage de la tonalité par les sociétés du CAC 40 », *Revue Française de Gestion*, vol. 43, n°263, p.11-29.
- Neu D. (1991), « Trust, impression management and the public accounting profession », *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 2, n° 3, p. 295-313.
- Patelli L., Pedrini M. (2014), « Is the Optimism in CEO’s Letters to Shareholders Sincere? Impression Management Versus Communicative Action During the Economic Crisis », *Journal of Business Ethics*, vol. 124, n° 1, p. 19-34.
- Pourtier F. (2004), « La publication d’informations financières volontaires : synthèse et discussions », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 1, p. 79-102.

Reimsbach, D. (2014), « Pro forma earnings disclosure: the effects of non-GAAP earnings and earnings-before on investors' information processing », *Journal of Business Economics*, vol. 84, n° 4, p. 479-515.

Schlenker, B.R. (1980), « Impression Management: The Self-Concept, Social Identity, and Interpersonal Relations ». Monterey, CA: Brooks/Cole.

Annexe 1. Exemple d'en-tête de communiqué de presse - Groupe Michelin 2020

COMMUNIQUÉ DE PRESSE
Clermont-Ferrand, le 15 février 2021

COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS MICHELIN Information financière au 31 décembre 2020

Dans un contexte de pandémie globale, le Groupe a réalisé des ventes de 20 milliards € en recul de 15 %, et publie un résultat opérationnel des secteurs de 1,9 milliard € soit 9,2 % des ventes.

- ❑ En 2020, le Groupe s'est donné comme priorités la protection de ses employés et la continuité de ses activités, tout en apportant son soutien aux communautés avec lesquelles il interagit.
- ❑ Dans des marchés en très fort retrait sur l'année, le ROS* s'établit à 1 878 millions € en baisse de 37 %, caractérisée par :
 - la crise Covid-19, avec un effet volume de -1 703 millions € dû à la baisse des volumes de 14 % et à la sous-absorption des frais fixes des usines, ainsi que des charges spécifiques de protection de l'ordre de 98 millions € ;
 - la gestion rigoureuse du prix-mix (+ 1,2 %), dans un contexte de baisse des prix des matières premières ;
 - la réduction des SG&A de 240 millions €.
- ❑ Le cash-flow libre structurel** s'élève à 2 milliards €, grâce à une gestion rigoureuse de la trésorerie au cours de la crise et à un niveau de stocks exceptionnellement bas en fin d'année en raison de la reprise soutenue de la demande au deuxième semestre.
 - Le ratio d'endettement s'établit à 28 % à fin 2020, en progrès de 11 points par rapport à 2019.
- ❑ Le Groupe poursuit le déploiement de sa stratégie :
 - l'intégration des sociétés acquises se déroule comme prévu, dégageant 55 millions € de synergies supplémentaires en 2020 ; le montant des synergies s'élève ainsi à 81 millions € sur un rythme annuel ;
 - le Groupe développe ses activités dans les nouveaux domaines de croissance, en investissant dans l'impression 3D métal, l'hydrogène et plus récemment dans de nouvelles technologies de recyclage.
- ❑ Résultat net de 625 millions € en baisse de 1 105 millions € et proposition d'un dividende de 2,30 € par action.

Annexe 2. Publication des communiqués de presse

(i) pré-COVID	(ii) Intermédiaire	(iii) COVID
Communiqué de presse publié en février ou mars 2019 (pour clôture au 31/12/2018)	Communiqué de presse publié en février ou mars 2020 (pour clôture au 31/12/2019)	Communiqué de presse publié en février ou mars 2021 (pour clôture au 31/12/2020)
Document de référence 2018	Document d'enregistrement universel 2019	Document d'enregistrement universel 2020

Annexe 3. Terminologies utilisées pour désigner les RNG

Terminologie	Fréquences
Résultat net ajusté	26
Résultat net courant	15
Résultat net courant hors PMV de cessions	3
Résultat net récurrent	13
Résultat net non-IFRS	5
Résultat net pro forma ajusté	3
Résultat avant impôts ajusté	3
Résultat avant impôts courant	3
Résultat avant impôts hors éléments non-récurrents	3
Résultat net hors éléments exceptionnels	5
Résultat net des sociétés intégrées	3
Résultat net des activités	3
Résultat net normalisé	6
Résultat net normalisé avant IFRS 16	1
Résultat net normalisé avant dépréciations	1
RNG dérivés du résultat net	93
BNPA ajusté	27
BNPA courant	19
BNPA récurrent	6
BNPA non-IFRS	4
BNPA hors éléments non-récurrents	9
BNPA des activités	3
BNPA normalisé	11
RNG dérivés du résultat par action	79
EBITDA	23
EBITDA ajusté	1
EBITDA courant	3
EBITDA des activités	3
EBITDA avant IFRS 16	1
EBITDA après IFRS 16	4
EBE	1
EBO	6
EBO avant IFRS 16	1
RNG dérivés de l'EBITDA	43
EBIT	3
EBIT ajusté	3
EBIT courant	6
EBITA courant	3
RNG dérivés de l'EBIT	15
Résultat d'exploitation	6
Résultat d'exploitation ajusté	3
Marge opérationnelle	12
Marge opérationnelle avant amortissement	2
Marge opérationnelle avant coûts de transaction	2
ROC	37
ROC ajusté	8
ROC avant amortissement	8
ROC après loyers	1
Résultat opérationnel ajusté	16
Résultat opérationnel non-IFRS	3
Résultat opérationnel des activités	6
Résultat opérationnel des secteurs	3
RNG dérivés du résultat opérationnel	107
TOTAL	337