

CAHIER DE RECHERCHE n°2009-16 E2

Etude comparée des gouvernances de Boeing et d'EADS et
de leurs impacts sur les stratégies et performances
financières.

ALBOUY Michel, BONNET Christophe

Etude comparée des gouvernances de Boeing et d'EADS et de leurs impacts sur les stratégies et performances financières

Michel ALBOUY, professeur à l'IAE de Grenoble, Université Pierre Mendès France
Christophe BONNET, professeur à Grenoble Ecole de Management

La crise qu'a traversée EADS dans les années 2007-2008 constitue un excellent cas d'école sur la gouvernance des entreprises et l'importance de son architecture pour développer des projets viables dans un univers compétitif. EADS, avec son tour de table mélangeant les intérêts privés et publics d'une part et son partage des tâches entre les usines et les pays d'autre part, illustre parfaitement le modèle de la gouvernance partenariale opposé à celui de la gouvernance actionnariale. Chez Airbus, principale filiale d'EADS, l'implication des Etats est liée à son histoire. Au départ, en 1970, chaque pays s'est vu attribuer au sein du consortium un quota de fabrication relatif à son poids chez Airbus. C'est ainsi que les Français et les Allemands ont obtenu 35 % de la fabrication, les Anglais 20 % et les Espagnols 10 %. Ce modèle a bien fonctionné jusqu'à la crise actuelle puisque Airbus est devenu un véritable challenger de Boeing en devenant son *alter ego* en terme de production vendue. Airbus est certes une belle entreprise, mais elle souffre aujourd'hui de sa gouvernance.

Bien que présents dans le capital d'EADS, les actionnaires privés n'arrivent pas à imposer une logique de type actionnariale classique. Cette logique mettrait en avant la nécessité de réduire les coûts de production et d'augmenter la sous-traitance, notamment hors de la zone euro pour réduire l'exposition au risque de change. La logique actionnariale viserait avant tout, comme l'a fait Boeing, à spécialiser ses sites en fonction de leurs compétences technologiques. Cette logique s'imposerait dans la mesure où les intérêts et l'objectif des actionnaires privés sont homogènes : maximiser la valeur de la firme à travers une politique conciliant rentabilité, équilibre financier et croissance. Dans ce schéma les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels et leur rémunération dépend directement de la surveillance qu'ils exercent sur l'exécution des contrats des autres parties prenantes (employés, fournisseurs, pouvoirs publics, etc.). C'est ce qui justifie le fait qu'ils exercent le pouvoir dans l'entreprise via le conseil d'administration et leurs mandants. Les apporteurs de ressources, autres que les actionnaires, sont rémunérés à leur coût d'opportunité correspondant au prix fixé sur les marchés. Rien de tel dans la logique partenariale qui repose sur une négociation entre les différents partenaires sur le partage de la rente organisationnelle.

A l'opposé du modèle actionnarial (assimilé aux pays anglo-saxons) le modèle de la gouvernance partenariale bénéficie d'un a priori favorable, surtout dans les pays du « capitalisme Rhénan ». En France comme en Allemagne le rôle des actionnaires privés n'est pas toujours bien compris (quand il n'est pas méprisé) et on leur préfère souvent la puissance publique seule susceptible de développer des projets à long terme et de protéger « équitablement » les intérêts de toutes les parties prenantes. De fait, le dernier

remaniement du capital d'EADS a été l'occasion pour les deux chefs de gouvernement français et allemand de réaffirmer la nécessité d'un « partage équitable des efforts entre chaque pays partenaire ». Cette intervention politique traduit aussi le renforcement des pouvoirs publics allemands au sein d'EADS et une polarisation binationale. D'un côté la Sogeade qui réunit l'Etat français et le groupe Lagardère pour 15 % du capital d'EADS chacun. De l'autre, un consortium de 15 investisseurs institutionnels allemands du secteur public et privé. A noter que le secteur public est représenté par les Etats allemands hébergeant des sites de fabrication d'Airbus...

Cet article est structuré de la façon suivante. Dans une première partie, nous nous efforçons de montrer à travers des observations factuelles que les deux entreprises obéissent à des logiques de gouvernance différentes. La deuxième partie étudie l'impact de ces gouvernances différentes sur les stratégies et les performances financières des deux entreprises. Sont examinées successivement les performances économiques et financières, les politiques d'investissement et de financement, les politiques de dividende, et les performances boursières des deux sociétés.

1. EADS et Boeing : deux modèles différents de gouvernance ?

Boeing et EADS sont les deux plus grandes entreprises mondiales en concurrence sur les marchés de l'aéronautique civile et militaire. En dépit de leur similarité elles ont des origines et des structures de propriété très différentes. Boeing est une société de type « managérial » (Charreaux 1997). Ses actionnaires sont exclusivement privés¹ et sa structure de propriété est très dispersée : elle ne compte ni actionnaire de contrôle, ni actionnaire étatique ou industriel. EADS, ainsi que sa principale filiale Airbus, sont issues du rapprochement de grandes entreprises européennes opéré largement sous l'égide des Etats allemands et français dans le but de créer un leader mondial de l'aéronautique. EADS est en conséquence une entreprise « contrôlée » : plus de 50% de son capital est détenu par trois actionnaires principaux : Sogeade (*joint venture* entre l'Etat français et le groupe Lagardère), DaimlerChrysler et l'Etat Espagnol. Ceci induit des modes de gouvernance assez largement différents.

Nous présentons ci-dessous, tout d'abord, le marché de l'industrie aéronautique et les caractéristiques comparées de ces deux entreprises (taille, implantations, organisation) ainsi que leurs stratégies respectives. Puis nous comparons leur mode de gouvernance.

1.1. Deux entreprises en concurrence frontale

L'industrie aéronautique et spatiale regroupe les activités de conception, de fabrication et de commercialisation des aéronefs (avions, hélicoptères, drones, missiles, lanceurs...) et des équipements spécifiques associés (systèmes de propulsion, systèmes de bord...). Elle repose sur deux marchés : le civil et le militaire.

a) L'aéronautique civile

¹ Cependant la branche militaire de Boeing reçoit d'importantes subventions de l'Etat américain, qui est également son principal client.

L'aéronautique civile est en forte croissance, poussée par le développement du transport aérien, mais connaît des cycles brutaux liés à la conjoncture économique et géopolitique (croissance économique, prix du pétrole, attentats ou menaces terroristes...). Ainsi, les commandes passées par les compagnies aériennes peuvent fluctuer très fortement entre les hauts et les bas de cycle. Boeing et EADS sont les leaders mondiaux sur les longs et moyens courriers. Des entreprises de plus petite taille sont spécialisées sur les avions de transports régionaux et les avions d'affaires (ATR, Bombardier, Dassault Aviation, Embraer).

Après avoir largement dominé le secteur jusqu'au début des années 1990, Boeing s'est vue rattrapée par EADS. Cette dernière est devenue le premier constructeur mondial d'avions civils, en 2001, avec 54% de part de marché. En 2006, Boeing redevient numéro 1 mondial avant d'être finalement rejoint par EADS en 2007. La concurrence entre Boeing et EADS porte à la fois sur les prix, la qualité, et sur les spécificités des produits proposés aux compagnies aériennes (baisse des charges par la réduction de la consommation de carburant et des coûts d'entretien, réduction des nuisances sonores).

b) L'aéronautique militaire

Le marché militaire dépend de facteurs politiques et ne subit pas les mêmes cycles que l'aviation civile. Par exemple l'attentat du 11 septembre 2001 a entraîné une courte crise de l'aviation civile mais un essor du secteur de la défense en raison de la guerre contre le terrorisme. Les perspectives de croissance de ce marché sont plutôt bonnes à cause des tensions se développant dans plusieurs régions du monde. Il s'agit d'un secteur « verrouillé » où les États tentent de ne dépendre que d'entreprises nationales. Les pays n'ayant pas une forte industrie de la défense privilégient les entreprises des États avec lesquels ils ont des liens politiques ou historiques. Ainsi l'industrie française de la défense est-elle très bien positionnée en Afrique du Nord. Les Etats-Unis sont bien positionnés dans plusieurs pays d'Europe de l'Est ainsi qu'en Israël.

La concurrence dans ce secteur se caractérise par le développement des coopérations entre les constructeurs, comme par exemple la joint venture entre Boeing et Lockheed Martin afin de devenir les fournisseurs exclusifs de lanceurs orbitaux de l'armée américaine, ou la coopération entre EADS et l'américain Northrop pour la fourniture des avions ravitailleurs de l'US Air Force. Elle est également fortement influencée par les subventions d'Etat. Afin de développer de nouvelles technologies, Boeing reçoit d'importantes subventions américaines militaires, mais ces aides lui permettent aussi de développer de nouveaux avions civils. EADS a, quant à elle, reçu des aides remboursables de la part d'Etats européens. Ces subventions font l'objet de polémiques et plaintes car elles sont susceptibles d'entraver le jeu de la concurrence entre les deux entreprises.

1.1.1. Deux concurrents de taille mondiale

Les principales caractéristiques comparées de Boeing et d'EADS sont présentées ci-dessous.

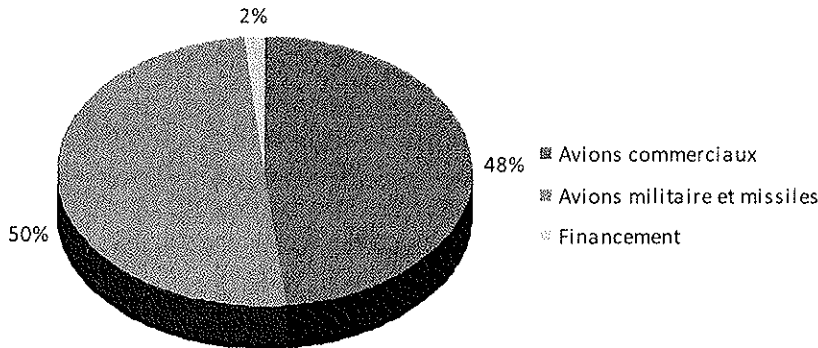
a) Profil de Boeing

Créée en 1916 à Seattle, *The Boeing Company* est cotée au New York Stock Exchange. Le siège de la société est à Chicago et elle emploie environ 160 000 salariés à travers le

monde. Boeing est présente dans l'ensemble des métiers de l'aéronautique et de l'aérospatiale. La société est organisée en trois unités opérationnelles :

- Les avions commerciaux et militaires, le cœur de métier de l'entreprise.
- L'aérospatiale et les systèmes de communications.
- Les systèmes de positionnement par satellite.

Chiffre d'affaires par activité



Dans le domaine de l'aviation civile, Boeing a centré sa gamme sur les avions long et moyens courriers. Depuis 2003, l'activité de construction d'avions militaires dégage d'avantage de chiffre d'affaires que l'aviation civile, notamment du fait de l'engagement militaire américain en Irak.

Le groupe réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires sur le continent nord américain, premier marché mondial. Il bénéficie de liens anciens et étroits avec les grandes compagnies aériennes ainsi qu'avec la filière militaro-industrielle américaine. Le marché asiatique vient au second rang avec un peu moins de 20% du chiffre d'affaires. Seulement 10% des ventes sont réalisées en Europe.

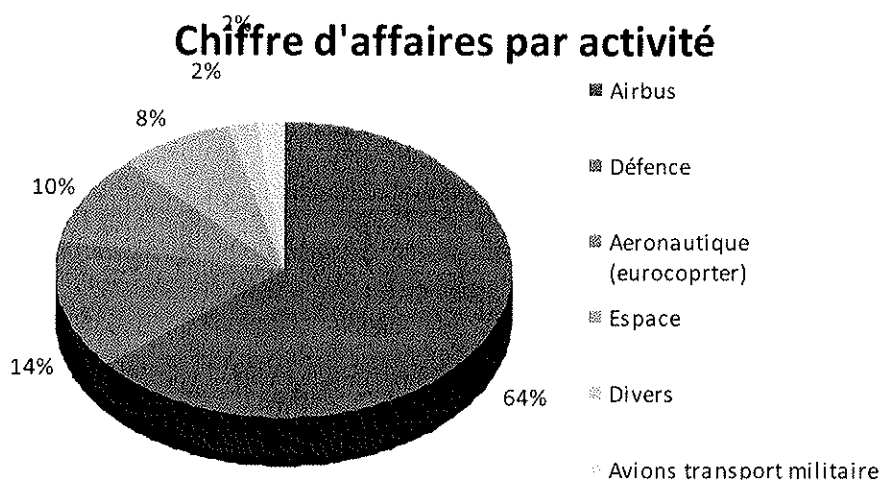
b) Profil d'EADS

European Aero Defense Space Company N.V. est une société de droit néerlandais cotée en Allemagne, en Espagne et en France. Créée en juillet 2000, elle est issue du rapprochement de grandes sociétés européennes de l'aéronautique et de l'aérospatiale : Matra-Aérospatiale (France), CASA (Espagne), DASA (Allemagne), et de leur filiales, en particulier Airbus pour la France. Du fait du caractère multinational du groupe, la direction est répartie sur deux sites géographiques: Munich pour les finances, les achats et la communication, Paris pour la stratégie, le marketing et les affaires juridiques. EADS réalise 45% de ses ventes en Europe. Son second marché est l'Asie (23%) suivi de l'Amérique du Nord (20%).

EADS est présent dans cinq activités principales :

- Airbus pour la construction d'avions civils.
- La construction d'avions militaires destinés au transport est géré par la filiale Military Transport Aircraft.
- Eurocopter est la filiale EADS en charge de la construction d'hélicoptères civils et militaires.

- EADS est aussi présent dans le secteur des lanceurs spatiaux, des satellites de télécommunication et d'observation par le biais de sa filiale EADS Astrium.
- La construction d'armements et d'équipements électroniques est gérée par la division Defense & Security.



A noter qu'EADS est davantage dépendante que Boeing pour son activité civile (Airbus : 64% du chiffre d'affaires).

Cette brève description met en évidence les nombreuses similitudes existant entre ces deux entreprises : elles mobilisent les mêmes technologies, elles sont de tailles comparables en chiffre d'affaires et en nombre de salariés, et sont leaders mondiaux sur les marchés de l'aéronautique civile et militaire (Tableau1).

Tableau 1 – Chiffres-clés comparés de Boeing et EADS

	BOEING	EADS
Chiffre d'affaires (2007)	66,4 Mds \$	39,1 Mds €
Taux de croissance du CA (cumul 2003-2007)	31,5%	29,8%
Résultat net (2007)	4,1 Mds \$	(0,4) Mds €
Capitalisation boursière (09/02/2009)	30,1 Mds \$	11,7 Mds €
Nombre de salariés (2007)	159 300	116 500
Marché principal	Etats-Unis	Europe
Direction	Washington	Munich et Paris
Sites de production principaux	Seattle	Toulouse, Hambourg

Sources : Rapports Annuels 2007 des sociétés, boursorama.com

Elles réalisent toutes deux la majeure partie de leurs ventes sur leur base géographique d'origine, respectivement Etats-Unis et Europe, même si EADS apparaît plus diversifiée géographiquement que Boeing. Par contre des différences apparaissent :

- L'activité de Boeing est plus équilibrée que celle d'EADS entre civil et militaire. Ces deux marchés étant pour partie contra-cycliques, Boeing est probablement plus solide face aux fortes variations du marché civil.
- La structure d'EADS est plus complexe, avec une direction et une production éclatées sur plusieurs sites européens, ce qui est lié à l'historique particulier du groupe et aux négociations entre États.
- Boeing réalise des profits sensiblement supérieurs à ceux d'EADS et sa capitalisation boursière est nettement supérieure.

1.1.2. Stratégie et réorganisations

Les deux entreprises adoptent des stratégies en partie différentes dans l'aviation civile ainsi que dans l'organisation de la production. Elles ont connu récemment des crises importantes qui les ont amenées à se réorganiser.

a) L'aviation civile

Chacune des deux sociétés est en train d'opérer des lancements majeurs : l'A380 pour EADS et le B787 *Dreamliner* pour Boeing. Leurs choix stratégiques sont différents du fait d'une analyse du marché divergente. Pour EADS, le transport aérien s'oriente vers une structure en « *hubs* » (grands carrefours aériens : capitales, grandes villes...) et lance donc un très gros porteur, afin de contenir le trafic (nombre de vols) malgré un nombre de passagers en augmentation. Boeing parie au contraire dans la croissance des trajets dits « point à point », c'est-à-dire entre des métropoles régionales moins encombrées que les *hubs*, et a donc lancé le programme *Dreamliner*, qui peut transporter entre 250 et 300 passagers. Pour faire face à la demande des compagnies aériennes, le *Dreamliner* sera d'un faible coût d'entretien et d'une très bonne autonomie (utilisation de nouveaux matériaux composites, réduction de la consommation). Pour faire face à ce projet, Airbus développe l'A350 XWB (*eXtra Wide Body*) qui disposera de caractéristiques semblables. Si l'A350 était initialement prévu bien après le *Dreamliner*, les retards de ce dernier peuvent laisser présager une sortie à des dates similaires.

b) L'organisation de la production

EADS est essentiellement un assembleur final d'appareils et utilise un important réseau de sous-traitance dans toute l'Europe. La production est éclatée sur de nombreux sites européens internes et externes, ce qui présente des inconvénients logistiques. Cette organisation est le reflet de la volonté des différents partenaires de retrouver leurs parts dans la production. Chez Boeing la production est davantage intégrée et son organisation ne dépend pas de négociations entre partenaires. Néanmoins, ceci présente l'inconvénient d'une certaine difficulté à innover du fait de la lourdeur et de l'inertie du système de conception et de production ; ce qui a pu contribuer au fait qu'EADS ait rattrapé Boeing.

c) Les réorganisations récentes

De la fin des années 1990 au début des années 2000 Boeing a connu une crise qui a

aboutie à une succession de mesures de remise à plat de son organisation : la vente de sites de production, des licenciements importants, le départ du siège social de Seattle vers Chicago dans le but de se rapprocher des centres financiers et industriels stratégiques du Nord-Est des Etats-Unis.

Par ailleurs, le programme B787 Dreamliner est porteur d'une importante rupture dans le modèle industriel du groupe puisque plus de 70% de l'appareil est sous-traité. Cela démontre la volonté de Boeing de se recentrer sur ses métiers de concepteur et d'assembleur afin de se doter d'une plus grande flexibilité et de réduire les coûts, en partageant les risques techniques et financiers avec des sous-traitants. Mais cette rupture ne va pas sans poser d'importants problèmes sociaux. En réaction à cette stratégie, Boeing a connu une des plus longues grèves de son histoire en 2008, ce qui a fortement perturbé la production et entraîné des retards dans le développement de l'appareil.

Concernant EADS, l'évolution de la parité Euro/Dollar ainsi que les difficultés liées à la production de l'A380 révélées en 2006 ont poussé la société à effectuer de nombreux changements dans son organisation ; changements donnant lieu à de nombreuses négociations. D'après les dirigeants d'EADS, une variation de 10 cts du cours du dollar a un impact de 1 à 1,5 milliards d'euros sur les résultats du groupe. Ceci peut affecter les résultats de manière très significative comme cela a été le cas au cours des dernières années. Pour répondre à cette difficulté, EADS a délocalisé certaines de ses usines en dehors de la zone Euro. Le partenariat noué avec la Chine (construction d'une usine d'assemblage de l'A320) vise à réduire ce risque de change, à profiter d'une main d'œuvre à bas prix, et à s'implanter dans des pays émergents qui vont être à l'origine d'une très forte demande en aérospatial dans les années à venir. Néanmoins cette délocalisation s'accompagne d'un partage du savoir (transferts de technologie) qui induit de nouveaux risques.

Les retards de l'A380 et les fortes baisses de rentabilité en 2006 et 2007 ont amené EADS à mettre en place le plan de relance intitulé *Power 8*. Ce plan vise à augmenter le résultat (+2,1 milliards d'euros d'EBIT² à l'horizon 2010) et la génération de trésorerie (5 milliards d'euros cumulés sur 2007-2010). Il passe en particulier par la suppression de 10 000 emplois. Pour répondre aux difficultés dues à des incompatibilités entre les différents sites de production (France et Allemagne en particulier, avec l'usage d'outils informatiques différents) le plan *Power 8* comporte une restructuration des sites avec une spécialisation et des « sites d'excellence » (par exemple Toulouse sera responsable du fuselage et de la structure tandis que l'empennage se fera sur des sites espagnols). Cette restructuration a été largement négociée entre les différents actionnaires (Etats).

Suite à la crise d'Airbus en 2006, ainsi qu'aux soupçons de délits d'initiés portés à l'époque sur certains dirigeants, EADS a également connu une importante réorganisation de sa structure de direction, jusqu'alors bicéphale (franco-allemande). Ce point est développé ci-dessous.

1.2. Deux modes de gouvernance opposés ?

² EBIT : Earning Before Interest and Taxes.

La littérature académique et la presse économique opposent la gouvernance actionnariale et la gouvernance partenariale. La gouvernance actionnariale (Albouy, 1993) vise essentiellement à la création de valeur pour l'actionnaire, considéré comme le « créancier résiduel » de l'entreprise ; celui dont la rémunération dépend de l'exécution de l'ensemble des contrats. Dans cette approche, les actionnaires sont normalement incités à contribuer au succès à long terme de l'entreprise, notamment en recrutant les dirigeants les plus qualifiés et en mettant en place des mécanismes efficaces d'incitation et de contrôle des dirigeants. La gouvernance partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998) se caractérise par une plus grande attention portée aux attentes des autres partenaires (employés, créanciers, clients, fournisseurs, pouvoirs publics). Dans cette approche la création de valeur pour l'actionnaire n'est qu'un objectif parmi d'autres et le dirigeant est amené à arbitrer entre les objectifs, souvent contradictoires, des différents partenaires. La première serait d'origine anglo-américaine, tandis que la seconde caractériserait plutôt l'Europe continentale et le Japon (Michel Albert, 1991).

A titre d'illustration, le message du Président Exécutif d'EADS (Louis Gallois) dans le rapport annuel 2007 débute par « Chers actionnaires, chers salariés, chers clients et chers fournisseurs ». Celui de W. James McNerney, *Chairman, President and CEO* de Boeing, est adressé « Aux actionnaires et aux employés de la société », mais il est intitulé « Conduire la croissance à long terme et la création de valeur ». Faut-il en déduire que Boeing met en œuvre une gouvernance actionnariale et EADS une gouvernance partenariale, comme pourraient le laisser supposer leurs origines respectives ? Afin de répondre à cette question il convient de comparer les structures et les pratiques de gouvernance de ces deux entreprises. Sont successivement présentées ci-dessous :

- la structure de propriété
- le conseil d'administration (composition et organisation)
- la rémunération des dirigeants
- la responsabilité sociale

1.2.1. La structure de propriété

Boeing se caractérise par un actionnariat dispersé et essentiellement financier alors qu'EADS est contrôlée par un groupe d'actionnaires industriels et étatiques européens (Tableau 2).

Tableau 2 – Les trois principaux actionnaires de Boeing et EADS

Boeing	% de capital détenu au 31/12/2007
State Street Corporation	10,81%
AXA	5,90%
Capital Research and Management Co.	4,82%
EADS	% de capital détenu au 31/12/2007
Sogede	27,53%
Dasa	22,52%
Sepi	5,49%

Source : Rapports annuels 2007, boursorama.com

Sogeade, principal actionnaire d'EADS, est contrôlée par l'Etat français (54,55%) et par le groupe Lagardère (45,45%). Dasa est détenue par Daimler (66,67%) et par divers investisseurs du secteur privé et public (33,34%). Sepi est détenue par l'Etat espagnol. Les trois principaux actionnaires d'EADS exercent un contrôle conjoint et sont liés par un pacte contenant notamment des dispositions relatives à la composition du conseil d'administration, aux transferts d'actions et aux droits de sortie conjointe, à la défense vis à vis de prises de participation hostiles, et à des droits spécifiques de l'Etat français concernant les missiles balistiques développés par la société. EADS est donc placée sous le contrôle étroit de ses principaux actionnaires. Le reste du capital est flottant et inclut 1,89% d'actions détenues par les dirigeants et salariés. Il est intéressant de constater que la France est représentée majoritairement par l'Etat au sein d'EADS (celui-ci contrôlant la Sogéade), ce qui correspond bien à une tradition française d'intervention directe de l'état dans l'économie, alors que les intérêts allemands sont représentés par un grand groupe industriel.

On peut supposer en conséquence que les objectifs de Boeing sont essentiellement tournés vers la création de valeur actionnariale (actionnariat diffus), alors qu'EADS doit prendre en compte les intérêts stratégiques de ses grands actionnaires et respecter un équilibre entre les intérêts nationaux, en particulier allemands et français, comme ceci apparait ci-dessous dans sa structure de direction. Un exemple du poids de ces intérêts a été donné en 2007 lors de la recherche d'un repreneur pour les sept sites industriels européens qu'EADS désirait céder conformément au plan *Power 8*. Il semble que le seul acquéreur capable de reprendre la totalité des sites, l'équipementier américain Spirit, ait été écarté à cause de l'hostilité des politiques et des syndicats français et allemands vis-à-vis de l'entrée opérateur non européen³. Une solution partielle (vente à Spirit des seuls sites allemands) a également été écartée par les politiques rhénans : pourquoi les sites anglais et français bénéficieraient, eux, de solutions nationales ! En conséquence seuls deux sites ont trouvé repreneur sur les sept mis en vente⁴.

Ajoutons que Boeing pourrait être théoriquement la cible d'une prise de contrôle hostile alors qu'une telle tentative n'aurait aucune chance de succès sur EADS puisque les trois principaux actionnaires possèdent plus de 50% du capital et sont liés par un pacte. Cependant les liens commerciaux et stratégiques étroits qui lient Boeing à l'Etat américain, ainsi que la très grande taille de cette entreprise, rendent très peu probable une telle opération. Par ailleurs, on peut penser que l'Etat américain mettrait son veto à une telle opération.

1.2.2. *Le conseil d'administration*

Les deux sociétés sont dirigées par un conseil d'administration qui regroupe le principal dirigeant exécutif et des administrateurs non exécutifs.

Chez Boeing, W. James McNerney est à la fois *Chairman* (Président du conseil) et *CEO* (Directeur exécutif). Ancien dirigeant de 3M, il a rejoint Boeing en 2005. Les neuf autres membres du conseil comptent sept dirigeants ou anciens dirigeants d'entreprises industrielles et financières (toutes américaines sauf une), un général à la retraite et une

³ *Le Monde*, « Les considérations nationales pèsent sur les choix d'Airbus », 20/12/2007.

⁴ *Les Echos*, 13/11/2008.

ancienne secrétaire d'état adjointe de l'Etat américain (tableau 3). La présence de ces deux derniers membres reflète les liens de Boeing avec l'armée et l'Etat américains. Pour le reste la composition du conseil est assez représentative de celle des grandes entreprises cotées. Tous les administrateurs peuvent, *a priori*, être qualifiés d'indépendants à l'exception du CEO.

Tableau 3 – Le conseil d'administration de Boeing (2007)

Nom	Fonction principale
John H. Biggs	Ancien Chairman et CEO de Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund
John E. Bryson	Chairman et CEO d'Edison International
Arthur D. Collins	Chairman de Medtronic, Inc
Linda Z. Cook	Directeur exécutif de Royal Dutch Shell
William M. Daley	Chairman de la région Midwest chez JP Morgan Chase & Co
Kenneth M. Duberstein	Chairman et CEO de The Duberstein Group
General James L. Jones	Ancien Commandant des marines américains et des forces alliées en Europe
John F. McDonnell	Ancien Chairman de McDonnell Douglas Corporation
W. James McNerney Jr.	Chairman, Président et CEO de The Boeing Company
Rozanne L. Ridgway	Ancienne Secrétaire d'Etat adjointe du gouvernement américain pour l'Europe et le Canada
Mike S. Zafirovski	Président et CEO de Nortel Networks Corporation

Source : Rapport annuel 2007

Le conseil d'administration d'EADS se distingue de celui de Boeing par le fait que les principaux actionnaires imposent le respect d'un équilibre des pouvoirs entre les nations ayant présidé à la création de la société. EADS a longtemps été dirigée par une structure duale bicéphale franco-allemande composée de deux présidents non exécutifs et de deux présidents exécutifs, chaque niveau devant comporter un français et un allemand. Cette structure présentait l'inconvénient d'être lourde et source de cloisonnement et de tensions entre les unités allemandes et françaises de l'entreprise, comme la crise d'Airbus en 2006 l'a mis en évidence. Depuis 2007 le groupe est dirigé par un président non exécutif et un président exécutif. L'équilibre entre nations est cependant toujours présent puisque le nouveau pacte d'actionnaires prévoit un conseil d'administration de onze membres (tableau 4):

- Le président non exécutif (*chairman*) et le président exécutif (*CEO*, nommés sur propositions conjointe de Cogeade et Dasa, doivent être l'un de nationalité allemande, l'autre de nationalité française (ou l'inverse).
- Deux membres sont désignés par Sogeade, deux membres par Daimler, un membre par SEPI (à condition que celle-ci conserve au moins 5% du capital d'EADS).
- Quatre administrateurs sont indépendants.

Tableau 4 – Le conseil d'administration d'EADS (2007)

Nom	Fonction principale	Statut
Rüdriiger Grube	Chairman d'EADS	Non-exécutif
Louis Gallois	CEO d'EADS	Exécutif
Rolf Bartke	Président de Kuka AG	Nommé par Daimler
Dominique d'Hinnin	Directeur Financier de Lagardère SCA	Nommé par SOGEADE
J. M. Eguiagaray Ucelay	Directeur des Etudes au sein de la Fundacion Alternativas	Nommé par SEPI
Arnaud Lagardère	Gérant et Associé commandité du groupe Lagardère	Nommé par SOGEADE
Hermann-Josef Lamberti	Membre du Directoire de Deutsche Bank AG	Indépendant
Lakshmi N. Mittal	PDG énéral d'Arcelor Mittal	Indépendant
Sir John Parker	Président de National Grid	Indépendant
Michel Pébereau	Président de BNP Paribas	Indépendant
Bodo Uebber	Membre du Directoire de Daimler AG	Nommé par Daimler

Les deux sociétés respectent pour l'essentiel les principales préconisations des codes de gouvernance (Bouton 2002, Tirolle 2006, Wirtz 2008), mais de façon plus récente pour EADS suite aux modifications mises en place en 2007 (tableau 5):

- Indépendance des administrateurs : Boeing a adopté *The Directors Independence Standards* qui permet de notifier l'ensemble des critères à respecter pour être administrateur indépendant et qui stipule également qu'au moins 75% des administrateurs doivent répondre à ces critères d'indépendance (8 sur 9 pour Boeing). EADS a un degré d'indépendance moindre (4 administrateurs indépendants sur 11), inférieur aux préconisations du rapport Bouton (50% d'indépendants au moins), bien

qu'en progression depuis 2007. Ceci est dû à la forte représentation de ses grands actionnaires au conseil.

- Les comités spécialisés considérés généralement comme requis (audit/comptes, nominations, rémunérations) sont présents dans les deux groupes. De plus les présidents exécutifs n'en sont pas membres, ce qui est considéré comme préférable afin que ces comités puissent plus facilement exercer leurs prérogatives en toute indépendance.

- La dissociation des fonctions entre président exécutif et non exécutif est souvent considérée comme préférable car le fait qu'un président exécutif préside les débats et organise l'ordre du jour lui donne un pouvoir d'influence susceptible de nuire à l'indépendance des travaux du conseil et au contrôle que celui-ci est susceptible d'exercer sur le dirigeant. Elle est recommandée au Royaume-Uni, possible en France et aux Etats-Unis (ou elle est rarement adoptée) et obligatoire en Allemagne (par la structure duale conseil de surveillance-directoire). Contrairement à Boeing, EADS a opté pour une telle dissociation, qui lui permet de plus de conserver en partie le principe de direction bicéphale franco-allemande qui prévalait jusqu'en 2006.

- Profil des administrateurs : la différence principale est que tous les administrateurs de Boeing sont de nationalité américaine alors que le conseil d'EADS compte 5 nationalités différentes, ce qui est lié à ses origines.

- Les deux entreprises se sont dotées d'un code éthique ou d'un règlement intérieur qui permet de s'assurer du respect, au moins formel, de règles de bon fonctionnement au sein du conseil (information préalable des administrateurs, organisation des travaux, évaluation du fonctionnement du conseil...).

Tableau 5 – Comparaison des conseils d'administration de Boeing et EADS (2007)

Critères	Boeing	EADS
Taille du Conseil d'Administration	9 administrateurs	11 administrateurs
Profil des Administrateurs	Tous de nationalité américaine	4 Allemands 4 Français 1 Espagnol 1 Indien 1 Anglais
Indépendance du CA	Indépendance élevée : 8 des 9 administrateurs sont indépendants	Indépendance en progression : 4 des 11 administrateurs sont indépendants depuis 2007
Dissociation des fonctions de président exécutif et non exécutif	Non	Oui

Comités	5 Comités : - Comité d'audit - Comité des rémunérations - Comité des finances - Comité des programmes spéciaux - Comité de la gouvernance, de l'organisation et des nominations	4 Comités : - Comité d'audit - Comité des rémunérations et des nominations - Comité stratégique, créé en 2007
Règlement interne	"Code of Ethical Business Conduct"	Règlement Intérieur, adopté le 7 juillet 2000 puis modifié en 2003 et 2007 « Directives administrateurs », adoptées le 10 décembre 2004

Source : rapports annuels 2007

Le conseil d'administration de Boeing est similaire de celui des grandes entreprises américaines de type managérial. La situation d'EADS est plus complexe. La composition de son conseil d'administration, sous contrôle d'Etats et de grands groupes industriels, est révélatrice d'une gouvernance de type partenarial. Ainsi qu'en témoigne l'introduction de quatre administrateurs indépendants en 2007, elle semble être le fruit d'un compromis entre la volonté de préserver un pouvoir fort de ses grands actionnaires et un équilibre entre nationalités, tout en se conformant assez largement aux préconisations des codes de gouvernance.

1.2.3. La rémunération des dirigeants exécutifs

Les systèmes de rémunération des dirigeants sont un bon indicateur du style de gouvernance des entreprises. Des actionnaires voulant aligner les intérêts des dirigeants sur leurs objectifs de création de valeur auront à cœur d'intéresser leurs dirigeants. Sans surprise, les montants et les structures des rémunérations des dirigeants exécutifs des deux sociétés présentent des différences importantes (tableau 6).

La rémunération totale pour 2007 du dirigeant de Boeing est beaucoup plus élevée que celle de celui d'EADS (19 millions de dollars contre 2,8 millions d'euros). Ceci nous paraît cependant plutôt lié aux différences de pratiques prévalant entre les Etats-Unis et l'Europe qu'à la nature de l'actionnariat des deux sociétés. En effet leurs rémunérations sont médianes par rapport à celles de leurs pairs. W. J. Mc Nermney se situe au 120^{ème} rang des dirigeants américains pour 2007, avec une rémunération 14 fois inférieure à celle du dirigeant le mieux payé (Forbes.com, 30 avril 2008). Louis Gallois se situe à la 24^{ème} place des dirigeants du CAC 40 avec une rémunération environ 2 fois inférieure à celle du dirigeant français le mieux payé (Challenges.fr, 9 juin 2008).

Tableau 6 - Structure de la rémunération des dirigeants de Boeing et d'EADS (2007)

	<i>W. J. McNerney</i> <i>Boeing</i> <i>(milliers \$)</i>	<i>L. Gallois</i> <i>EADS</i> <i>(milliers €)</i>
Rémunération fixe (salaire de base)	1 800	1 148
Rémunération variable (bonus)	4 267	958
Avantages en nature	966	24
Total rémunération non différée	7 033	2 130
Valeur des stock options attribuées en 2007	3 662	704
Valeur des <i>restricted stocks</i> attribuées en 2007	4 845	-
Augmentation de la valeur du plan de retraite en 2007	3 457	N.D. ⁵
Total rémunération différée	11 964	704
Total rémunération 2007	18 997	2 834

Sources : Form DEF4A déposé à la SEC le 14 mars 2008 (Boeing), Rapport annuel 2007 (EADS)

Les critères d'attribution de la rémunération variable (bonus) sont dans les deux cas à la fois quantitatifs et qualitatifs. Chez Boeing le bonus est basé sur un indicateur de création de valeur actionnariale, le profit économique⁶ du groupe, pondéré par un indice de performance personnelle attribué par le comité de rémunération. Chez EADS le bonus est basé à 50% sur l'EBIT et la trésorerie, et à 50% sur des critères qualitatifs proposés et évalués par le comité de rémunération.

L'écart entre les deux dirigeants est particulièrement significatif pour ce qui concerne la rémunération différée (*stock options*, *restricted stocks*, plan de retraite), qui représente 63% de la rémunération totale pour W. J. Mc Nerney contre seulement 25% pour Louis Gallois. La rémunération de W. J. Mc Nerney est très fortement basée sur l'attribution d'actions ou d'options. A fin 2007 il détenait un total cumulé de 710 500 actions ou options de la société, représentant 0,1% du capital de Boeing ; alors que les 84 375 actions ou options détenues par Louis Gallois ne représentaient que 0,01% du capital d'EADS.

Au total, la rémunération du dirigeant de Boeing apparait donc davantage liée la création de valeur actionnariale que celle du dirigeant d'EADS.

1.2.4. La responsabilité sociale

Dans quelle mesure l'affichage des responsabilités sociales est différent entre les deux constructeurs ? Le rapport annuel de Boeing décrit sur une page ses efforts en vue de réduire le bruit et la consommation de carburant de ses appareils, de développer l'usage de bio-carburants, d'assurer le respect progressif de normes environnementales dans ses sites industriels, et les objectifs de réduction de 25% à 5 ans d'émissions de gaz à effet

⁵ Louis Gallois bénéficie d'un plan de retraite qui lui assure 50% à 60% de son salaire après 5 ans de présence.

⁶ Le profit économique est défini comme le résultat opérationnel après impôt moins le coût des capitaux employés. Il s'agit d'un indicateur similaire à l'EVA (*economic value added*).

de serre et de déchets dangereux. La société est membre du *World Business Council for Sustainable Development* et du *Pew Center for Global Climate Change*.

Le chapitre dédié à la responsabilité sociale occupe une place beaucoup plus importante du rapport annuel d'EADS (cinq pages). Il débute par une lettre du président exécutif aux parties prenantes qui mentionne notamment que « la recherche d'un équilibre entre performance économique d'une part, et respect de l'environnement et intérêt des parties prenantes d'autre part, nous procurera un avantage concurrentiel... ». Cependant, au-delà de ce discours, les actions décrites concernent exclusivement les questions environnementales et sont de nature très similaire à celles de Boeing (réduction de brut et de consommation, recherche de carburants alternatifs, respect de normes environnementales). EADS indique participer à un important programme de recherche européen Clean Sky, au budget de 1,6 milliards d'euros, co-financé par l'Union Européenne et l'industrie aéronautique, qui vise à développer des technologies innovantes permettant de réduire l'impact environnemental du secteur aérien.

1.2.5. Conclusions sur la gouvernance

Au terme de cette analyse de la gouvernance des deux entreprises il est possible de dégager les conclusions suivantes :

- a) Boeing présente clairement une gouvernance de type actionnarial, très répandue dans les grandes entreprises internationales, notamment américaines :
 - L'actionnariat est dispersé et principalement financier ou de type patrimonial,
 - la communication financière s'adresse essentiellement aux actionnaires et le principal objectif annoncé est celui de la création de valeur actionnariale,
 - la rémunération du dirigeant est élevée, gage de son implication au service des actionnaires, et se trouve indexée essentiellement sur la base de la création de valeur pour l'actionnaire,
 - le conseil d'administration est principalement constitué d'administrateurs indépendants.

- b) La situation d'EADS est à la fois spécifique et plus complexe. Sans une recherche plus approfondie, il est difficile d'affirmer que, au-delà des discours, ses dirigeants prennent plus en compte l'intérêt des employés, des fournisseurs, ou la préservation de l'environnement que ceux de Boeing. Par contre EADS est clairement sous le contrôle de grands actionnaires français et allemand qui souhaitent conserver une stricte parité, ainsi qu'en témoignent les dispositions du pacte d'actionnaires relatives aux transferts de titres et à la composition du conseil d'administration. Ceci ne l'empêche pas d'intégrer certaines des préconisations des codes de gouvernance (présence d'administrateurs indépendants, comités spécialisés). La recherche de la préservation de l'équilibre franco-allemand est le point marquant de la gouvernance d'EADS et est parfois source de difficultés comme nous l'avons indiqué ci-dessus (communication et intégration difficiles entre équipes nationales, intervention des Etats dans les décisions). Chez EADS, toute restructuration doit passer le crible des intérêts des différents Etats et de leurs fournisseurs. Les intérêts des salariés sont relayés par les pouvoirs publics et le management doit rendre des comptes à l'ensemble des parties prenantes.

Dans quelle mesure, ces gouvernances différentes se traduisent sur les stratégies et les performances financières des deux entreprises ? C'est l'objet de la deuxième partie.

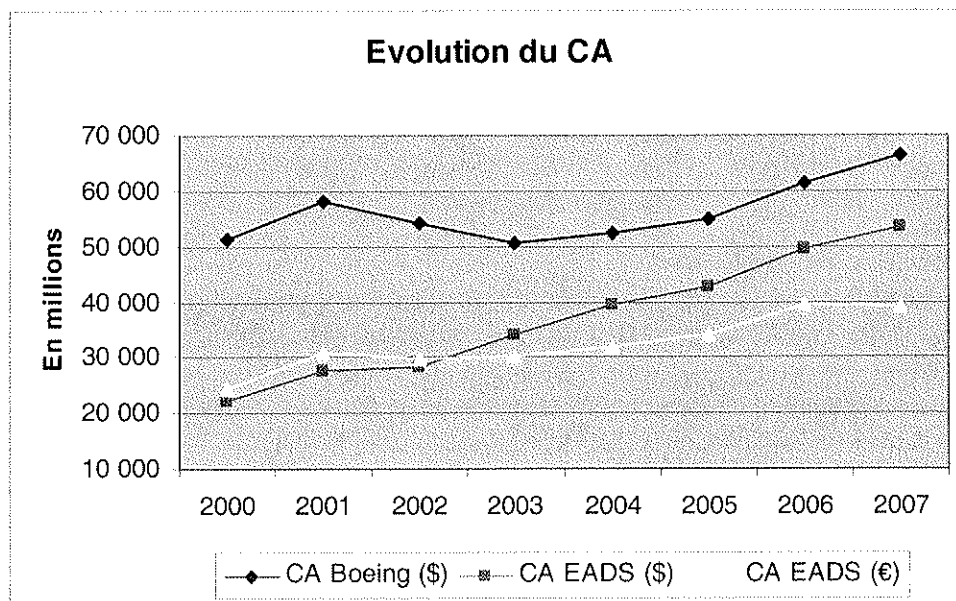
2. L'impact des gouvernances sur les stratégies et les performances financières

Dans cette deuxième partie nous étudions l'impact des gouvernances des deux constructeurs sur leurs stratégies et leurs performances financières. Sont examinées successivement les performances économiques et financières, les politiques d'investissement et de financement, les politiques de dividende, et les performances boursières des deux sociétés.

2.1. La performance économique et financière

Avec un chiffre d'affaires de 66 milliards de dollars réalisé en 2007, Boeing devance encore son principal concurrent EADS qui a enregistré un chiffre d'affaires de 39 milliards d'euros (soit 53 milliards de dollars⁷ avec un taux de change de 1,37 USD pour 1 euro). Mais sur la période d'étude (2000-2007), EADS a rattrapé une grande partie de son retard ; au point tel que l'on peut dire que les deux constructeurs font désormais jeu égal. Exprimées dans leurs monnaies respectives, la croissance du chiffre d'affaires de Boeing sur la période 2000-2007 ressort à 29 % alors que celle d'EADS est deux fois supérieure avec un taux de 62 %. Avec la hausse de l'euro face au dollar, la croissance de l'activité d'EADS convertie en dollar atteint 140 %. Le graphique 1 montre l'évolution des chiffres d'affaires des deux constructeurs.

Graphique 1 – Evolution des chiffres d'affaires (2000-2008)



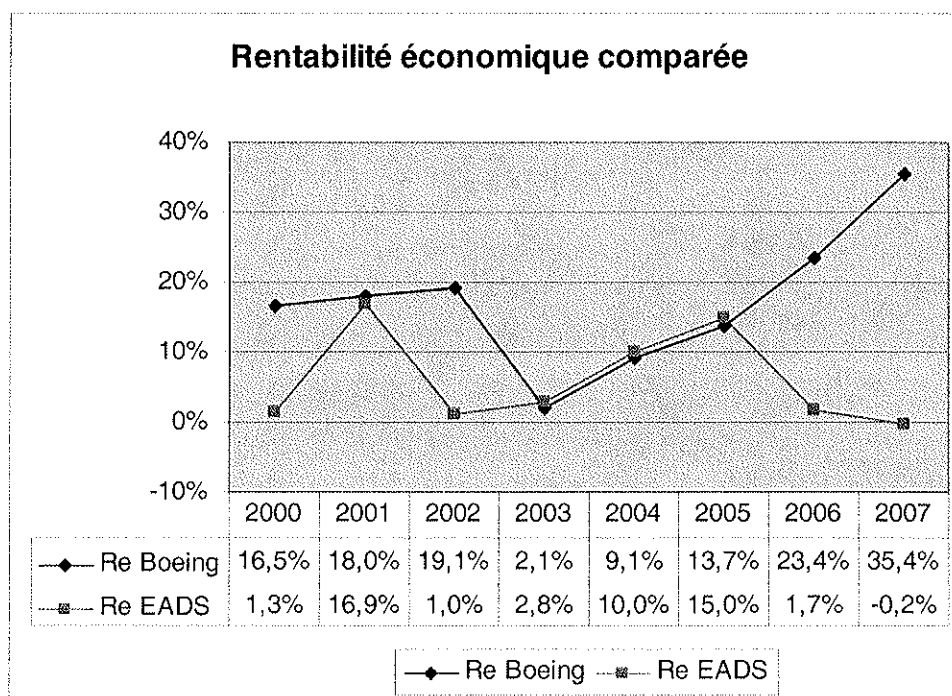
⁷ Avec un taux de change moyen de 1,37 \$ pour 1 € en 2007. A noter que les fluctuations du taux de change Euro/Dollar au cours de l'année rend difficile la traduction d'un chiffre d'affaires réalisé tout au long de l'année. Pour les conversions nous avons utilisé l'historique des taux de change moyens annuels publié par le Ministère de l'industrie.

Plus forte croissance pour EADS, mais qu'en est-il de la rentabilité ? Pour répondre à cette question nous avons étudié l'évolution de la rentabilité économique et de la rentabilité financière des deux constructeurs.

La rentabilité économique⁸ (Re) a été calculée en rapportant le bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) au montant des actifs économiques (ou capitaux engagés = fonds propres + dettes financières). Rappelons que ce ratio est indépendant du mode de financement de l'entreprise et de la fiscalité. La rentabilité financière (Rc), ou rentabilité des capitaux propres, est mesurée en rapportant le résultat net au montant des fonds propres. Ce ratio permet de suivre la performance financière pour les actionnaires (exprimée en valeurs comptables).

Le graphique 2 montre l'évolution comparée de la rentabilité économique des deux entreprises. Il ressort de cette comparaison que la rentabilité économique de Boeing est nettement supérieure à celle d'EADS pour quatre exercices et voisine pour les quatre autres. En moyenne sur la période étudiée la rentabilité économique de Boeing est de 17,1 % et celle d'EADS de 6,1%.

Graphique 2 – Evolution des rentabilités économiques (2000-2008)

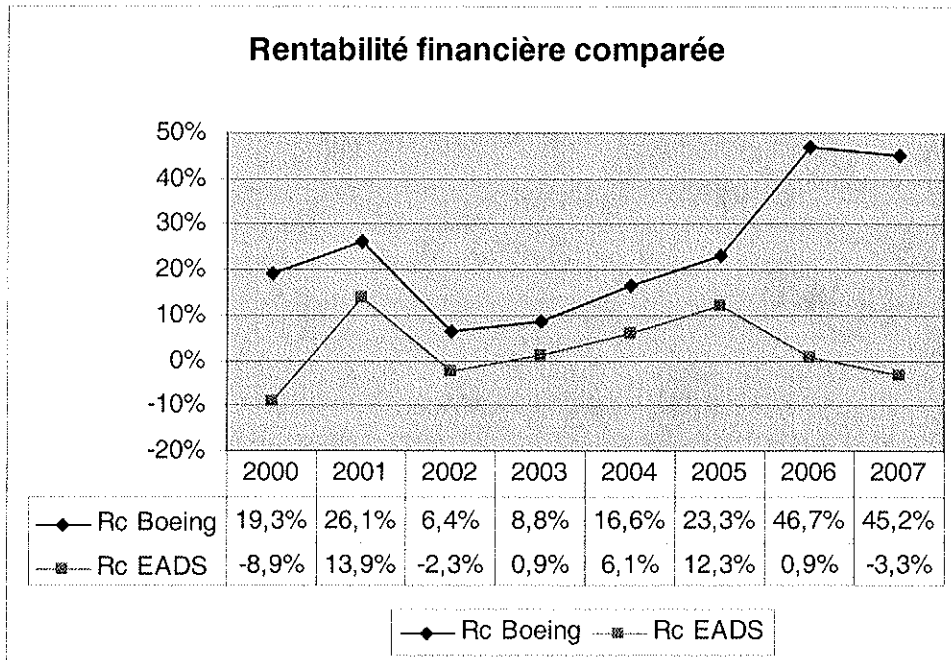


L'analyse des marges opérationnelles des deux constructeurs montre que celle de Boeing est relativement stable, ce qui reflète une bonne maîtrise des coûts de production, contrairement à EADS qui voit ces marges fluctuer plus fortement. Cela s'explique en partie par le fait qu'EADS est organisée autour d'un ensemble de sous-traitants que le constructeur européen semble moins maîtriser.

⁸ Ou *Return on Net Assets* en anglais (RONA) mesuré par le ratio *EBIT/Invested capital*.

Le graphique 3 montre l'évolution comparée de la rentabilité financière des deux entreprises. Il ressort de cette comparaison que la rentabilité financière de Boeing est systématiquement supérieure à celle d'EADS sur la période étudiée. En moyenne la rentabilité financière de Boeing est de 24,1 % et celle d'EADS de 2,4 %. La très faible rentabilité d'EADS s'explique par le fait que le constructeur européen affiche trois exercices en pertes sur la période 2000-2007.

Graphique 3 – Evolution des rentabilités financières (2000-2008)



Au total, l'analyse de la performance économique et financière des deux constructeurs sur la période 2000-2007 révèle des différences significatives. EADS dont la croissance a été remarquable semble moins bien contrôler ses dépenses de production et affiche parfois des résultats négatifs alors que Boeing est toujours bénéficiaire. Tout cela se traduit par une rentabilité pour les actionnaires de Boeing nettement supérieure à celle d'EADS. En fait tout se passe comme si la pression exercée par les actionnaires de Boeing sur son management était plus forte que ceux d'EADS. Sur la période d'observation il semble qu'EADS a surtout cherché à augmenter sa part de marché et a privilégié la croissance de son chiffre d'affaires. En visant un développement de ses activités, même au détriment de sa rentabilité, EADS répond ainsi aux attentes des actionnaires publics en créant des emplois et du travail pour ses nombreux fournisseurs. Ce sont du reste ces *stakeholders* qui se sont manifestés le plus lorsque le constructeur européen a dû mettre en œuvre son plan d'économie et de réduction de coûts intitulé Power 8 en 2007.

2.2. Les politiques d'investissement et de financement

Afin d'étudier les politiques d'investissement et de financement de Boeing et d'EADS, nous avons étudié les emplois et ressources cumulés des deux constructeurs sur la période 2003-2007, soit cinq années. De façon à rendre comparable les chiffres nous avons converti les montants de Boeing en euros à l'aide du taux de change moyen annuel euro/dollar. Cette analyse nous permet de mettre en évidence les choix financiers réalisés par les deux sociétés en termes d'investissements (utilisation des fonds) et de financements (origine des fonds).

2.2.1. Les politiques d'investissement

Le tableau 7 récapitule les emplois de fonds réalisés par les deux constructeurs sur la période 2003-2005. Si on constate un montant total d'emplois équivalent (24 milliards d'euros), il apparaît que les choix opérés sont assez différents. Le montant des investissements réalisés sur la période par EADS (11,7 Md€, soit 47 % des emplois) est presque le double de celui de Boeing (6,5 Md€, soit 27 % des emplois). Autre différence significative, les politiques de dividendes et de rachats d'actions. Sur la période d'étude, Boeing restitue l'équivalent de 9,5 milliards d'euros à ses actionnaires via des rachats pour 6,3 milliards et 3,2 milliards d'euros de dividendes. Dans le même temps, EADS ne verse que 2 milliards d'euros à ses actionnaires (dont 1,6 sous forme de dividendes et 0,4 en rachats d'actions). Enfin, on note une augmentation de la trésorerie pour les deux constructeurs sur cette période : + 3 milliards d'euros pour Boeing et + 7,9 milliards pour EADS.

Tableau 7 – Emplois de Boeing et d'EADS (2003-2005) en millions d'euros

<i>Boeing</i>	<i>M€</i>	<i>en %</i>
Investissements	6 514	27 %
Emprunts (nets)	5 202	21 %
Rachats d'actions	6 293	26 %
Dividendes	3 247	13 %
Trésorerie	3 085	13 %
	24 340	100 %

<i>EADS</i>	<i>M€</i>	<i>en %</i>
Investissements	11 774	47 %
Rembst Instruments financiers	3 015	12 %
Dividendes	1 628	7 %
Rachats d'actions	396	2 %
Autres emplois	242	1 %
Trésorerie	7 875	32 %
	24 930	100 %

Au total, il apparaît qu'EADS privilégie l'investissement industriel dans ses choix d'allocation de fonds (47 %) et que Boeing se centre sur ses actionnaires (39 % des emplois). Les deux constructeurs cherchent néanmoins à sécuriser leur liquidité en augmentant de façon significative leur trésorerie. Bien que moins endettée (ratio Dettes financières/Fonds propres) que Boeing, EADS augmente sa trésorerie de 7,8 milliards d'euros pendant que Boeing ne l'accroît que de 3 milliards. Fin 2007, la trésorerie active (cash & equivalent) s'élève à 7,5 milliards d'euros pour EADS et à 7 milliard de dollars pour Boeing.

2.2.2. Les politiques de financement

Comment ces deux entreprises ont financé leurs emplois de fonds sur la période étudiée ? Le tableau 8 nous renseigne sur l'origine des financements mobilisés. L'essentiel du financement (plus de 90 %) vient de l'exploitation et on note une quasi absence de recours à des financements externes (actionnaires ou obligataires). Mais ici encore, on note des différences significatives dans l'origine des ressources à travers la capacité d'autofinancement (CAF) et la réduction du besoin en fonds de roulement (BFR). La CAF cumulée s'élève à 20,7 milliards d'euros pour Boeing et à 16,8 milliards pour EADS. Cette différence s'explique essentiellement par une rentabilité opérationnelle plus élevée chez Boeing que chez EADS.

Tableau 8 – Ressources de Boeing et d'EADS (2003-2005) en millions d'euros

<i>Boeing</i>	<i>M€</i>	<i>en %</i>
CAF	20 700	85 %
BFR	2 351	10 %
Autres	1 289	5 %
	24 340	100,0%

<i>EADS</i>	<i>M€</i>	<i>en %</i>
CAF	16 819	67 %
BFR	6 445	26 %
Emprunts (nets)	1 327	5 %
Augmentation de capital	339	1 %
	24 930	100%

Au total, les politiques de financement des deux constructeurs apparaissent relativement proches. Ils comptent essentiellement sur leur activité industrielle pour se financer. Leurs politiques d'investissement divergent davantage : EADS privilégie son outil industriel alors que Boeing soigne plus particulièrement ses actionnaires.

2.2.3. La Recherche & Développement

Boeing et EADS sont des entreprises de haute technologie. Leur futur ne dépend pas que des investissements réalisés en actifs immobilisés mais également en recherche et développement (R&D). Selon Philippe Camus, ancien PDG d'EADS, « Les meilleures entreprises réussiront seulement si elles adoptent une culture d'innovation continue et

généralisée. Cela signifie vouloir oser appliquer les technologies, la conception et l'ingénierie les plus avancées ».

Le tableau 9 indique les dépenses de R&D en millions d'euros des deux constructeurs. On constate que le montant total dépensé sur la période est du même ordre de grandeur : 10,1 milliards d'euros pour Boeing et 11,4 milliards pour EADS. Ceci dit, ici encore, on note un investissement plus élevé de la part d'EADS que de Boeing. Rapportée au chiffre d'affaires la différence entre les dépenses de R&D apparaît encore plus forte. En moyenne EADS a dépensé 6,6 % de son chiffre d'affaires en R&D, alors que Boeing n'a dépensé que 4,4 %. Tout se passe comme si EADS misait davantage sur le futur que Boeing à travers une politique d'investissement en actifs immobilisés et en R&D plus forte que Boeing. Une telle politique est de nature à rassurer l'ensemble des parties prenantes, même si rien ne dit qu'elle sera couronnée de succès à l'avenir. La politique de Boeing apparaît comme beaucoup plus centrée sur les actionnaires.

Tableau 9 – Dépenses de R&D de Boeing et d'EADS (2003-2005) en millions d'euros

	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Boeing	1 460	1 511	1 771	2 594	2 809	10 145
EADS	2 189	2 126	2 075	2 458	2 608	11 456

2.3. Les politiques de dividende

La politique de dividende traduit le comportement des dirigeants à l'égard de leurs actionnaires. Le dividende peut être appréhendé selon plusieurs angles. Pour certains, il s'agit d'un flux monétaire permettant de rémunérer les actionnaires (approche classique) et/ou de réduire le niveau des *free cash-flows* à la discrétion des dirigeants (théorie de l'agence). Pour d'autres, il s'agit essentiellement d'un signal envoyé au marché et aux investisseurs sur les perspectives futures de la firme (théorie des signaux)⁹. Selon l'importance accordée aux actionnaires dans la gouvernance de la firme, on peut faire l'hypothèse que les firmes ayant une gouvernance de type actionnariale (*stockholder*) adoptent une politique clairement en ligne avec les attentes des actionnaires alors que celles ayant une gouvernance de type partenariale (*stakeholder*) considèrent le dividende comme une variable d'ajustement aux besoins globaux des parties prenantes. Les attentes des actionnaires investisseurs en matière de dividende sont des coupons en croissance régulière, une certaine indépendance entre le montant du dividende par action et le bénéfice par action, et un ajustement à long terme entre les dividendes distribués et les bénéfices de la société. Lorsque les dirigeants considèrent les actionnaires comme une partie prenante comme les autres, il se peut que la distribution des dividendes soit affectée par des considérations étrangères aux attentes des seuls actionnaires. Comme nous allons le voir, la comparaison de Boeing et d'EADS illustre parfaitement l'impact du type de la gouvernance sur la politique de dividende.

2.3.1. La politique de dividende de Boeing

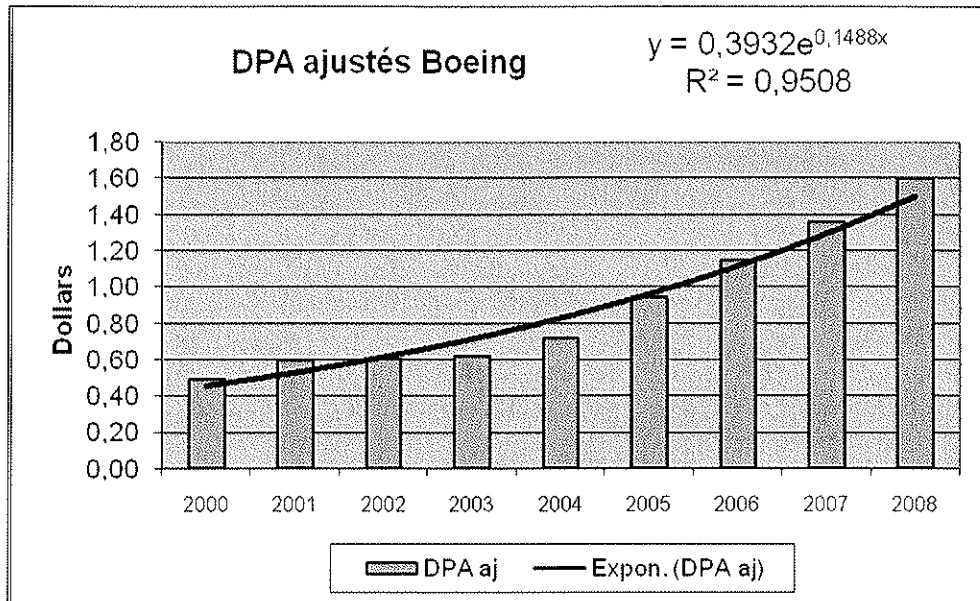
Boeing, à l'instar de nombreuses entreprises américaines verse des dividendes trimestriels à ses actionnaires. Comme le montre le graphique 4, les dividendes annualisés (et ajustés pour les opérations en capital) de Boeing sont, sur la période d'observation (2000-2008), en augmentation continue et régulière. Le taux de croissance continue des dividendes est de 14,9 %, soit une croissance annualisée de 16 %. Le coefficient de détermination (R^2) de la régression exponentielle est de 95 % ce qui traduit la très grande régularité de la croissance des dividendes ajustés. Quand on compare (graphique 5) sur la même période l'évolution du bénéfice par action (BPA) – toujours positif - avec celle des dividendes par action (DPA) on observe clairement une déconnexion entre la courbe des BPA et des DPA. Autrement dit, la politique de dividende de Boeing est bien déconnectée de celle des bénéfices à court terme. La volatilité mesurée par l'écart-type des BPA et des DPA est également fort différente : 36,9 % pour les DPA et 131,4 % pour les BPA. Visiblement, Boeing respecte la préférence des actionnaires pour des dividendes réguliers et en croissance quelque soit la conjoncture. La conséquence de cette politique est que le ratio de distribution (*payout ratio*) fluctue fortement. Par exemple, il est de 76,4 % en 2003 lorsque le résultat de la société est au plus bas et de 26,6 % en 2007 lorsque le bénéfice est au plus haut. Ainsi, une année faste ne se traduit pas par une forte hausse du coupon et de même une année difficile n'entraîne pas une baisse. Le dividende est utilisé par le management de Boeing pour éclairer les actionnaires sur les perspectives de croissance à long terme de la société au-delà des résultats annuels, voire trimestriels. A noter que le taux de distribution moyen est de 35,7 % et que le rendement moyen en dividende (*dividend yield*) est de 1,5 %. Si l'on ajoute à ce rendement le taux de

⁹ Pour une synthèse sur la politique de dividende des entreprises, voir Albouy et Dumontier (1992).

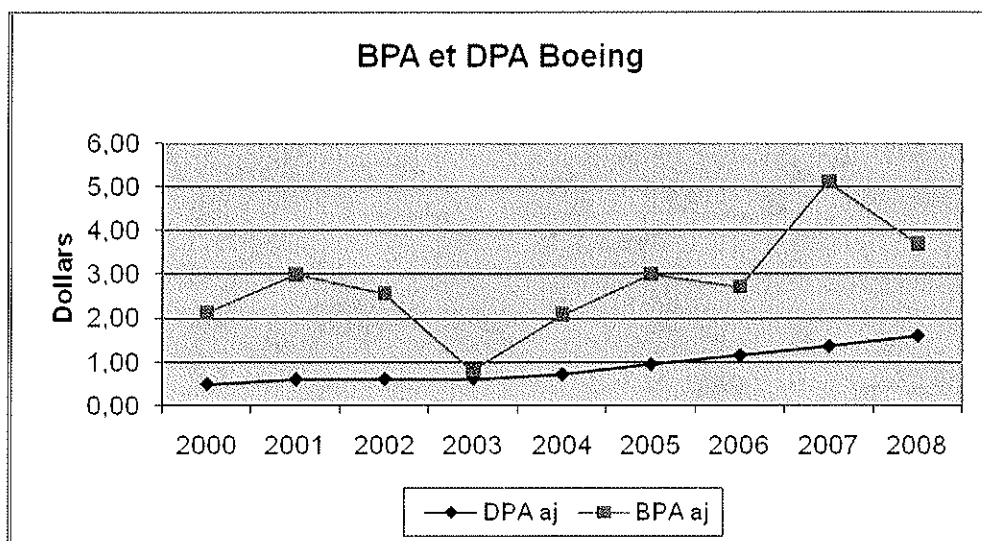
croissance des dividendes (16 %), on obtient une rentabilité des fonds propres de 17,5 % en appliquant la formule de Gordon :

$$R = \frac{D_1}{P_0} + g = 1,5\% + 16\% = 17,5\%$$

Graphique 4 – Evolution des dividendes de Boeing (2000-2008)



Graphique 5 – Evolution des BPA et DPA de Boeing (2000-2008)

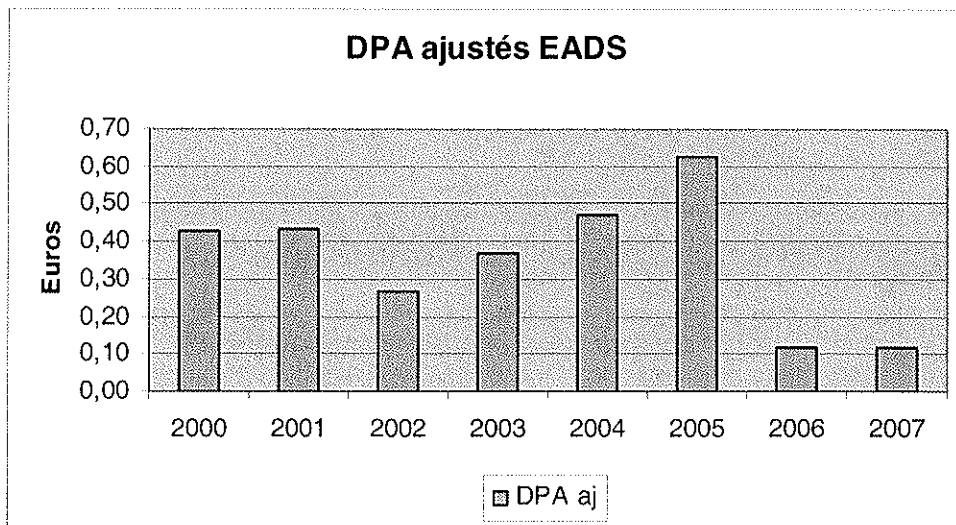


2.3.2. La politique de dividende d'EADS

EADS comme la plupart des sociétés européennes verse un coupon annuel. Contrairement à Boeing, la politique de dividende d'EADS n'offre pas la même régularité. Comme le graphique

6 le montre l'évolution des DPA est chaotique, sans tendance à long terme. Si nous devions quand même dégager une tendance, elle serait négative : le dividende de 2007 représentant le quart de celui de 2000.

Graphique 6 – Evolution des dividendes d'EADS (2000-2007)

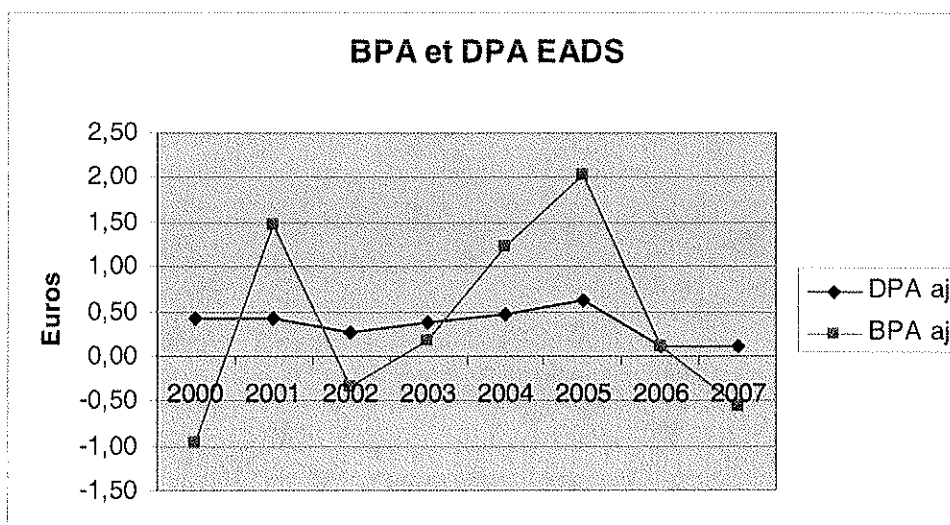


Le rapprochement de la courbe des DPA et de celle des BPA pour EADS (graphique 7) sur la période considérée ne permet pas d'expliquer, sauf pour les deux dernières années (forte chute du BPA et du DPA) l'évolution du coupon en fonction des bénéfices par action. Le dividende n'est pas utilisé par le management d'EADS pour éclairer les actionnaires sur les perspectives de croissance à long terme de la société. Cela peut se comprendre vu les résultats (trois fois négatifs sur la période) qu'affiche la société et de la structure de propriété de la société : les actionnaires majoritaires publics représentés au Conseil d'administration n'attendent pas l'annonce du dividende pour être informés des perspectives de la société.

A noter que le rendement moyen en dividende (*dividend yield*) est de 2 % un chiffre proche de celui de Boeing. Compte tenu de la croissance négative sur la période des DPA il n'est pas possible d'appliquer la formule de Gordon pour calculer la rentabilité des fonds propres d'EADS.

Afin de distribuer des dividendes, EADS a eu recours au report à nouveau quatre fois sur la période étudiée et a distribué la totalité du BPA en 2006 ; ce qui rend l'étude du *payout ratio* non significative (les DPA étant alors supérieurs aux BPA).

Graphique 7 – Evolution des BPA et DPA d'EADS (2000-2007)



En 2006, compte tenu de la situation financière difficile d'EADS, le dividende versé aux actionnaires a fortement chuté : il est passé de 0,65 euros à 0,12 euros par action. Il était même question de le supprimer. Ce n'est que sur la pression allemande qu'un compromis a été trouvé. Mais devant la levée de boucliers des différentes parties prenantes (salariés, élus et politiques français), les actionnaires français ont décidé d'y renoncer (environ 15 M€ pour Lagardère) et de les réinjecter dans l'entreprise ; ce que ne feront pas les actionnaires allemands. En pleine campagne présidentielle française chacun estime avoir son mot à dire sur la stratégie d'EADS considérée comme un fleuron de l'industrie européenne et française. Rien de tel pour Boeing qui est considérée comme une société privée comme une autre. A cela s'est ajoutée la révélation du montant des indemnités de départ (8,4 millions d'euros) du Président Noël Forgeard et de son délit d'initié ; ce qui n'a bien entendu rien arrangé. A l'époque on pouvait entendre des salariés d'EADS et des élus politiques déclarer « Comment une entreprise peut licencier et payer des dividendes à ses actionnaires ? ».

Cet épisode significatif nous permet de constater que la politique de dividende d'EADS ne s'explique pas seulement par ses fondamentaux (résultats, équilibre financier, perspectives de croissance) mais par une composante politique relayée par les différentes parties prenantes de l'entreprise. A cet égard, on a même pu observer que les actionnaires allemands (pays du « capitalisme Rhénan ») n'ont pas eu la même vision que les français.

Au total, et comme on pouvait s'y attendre, la politique de dividende des deux groupes est fort différente et les différences s'expliquent essentiellement par leur type de gouvernance.

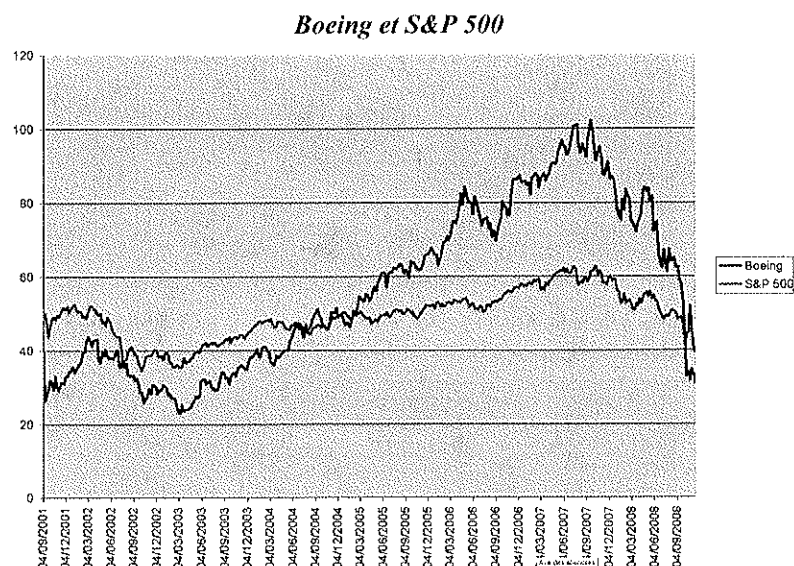
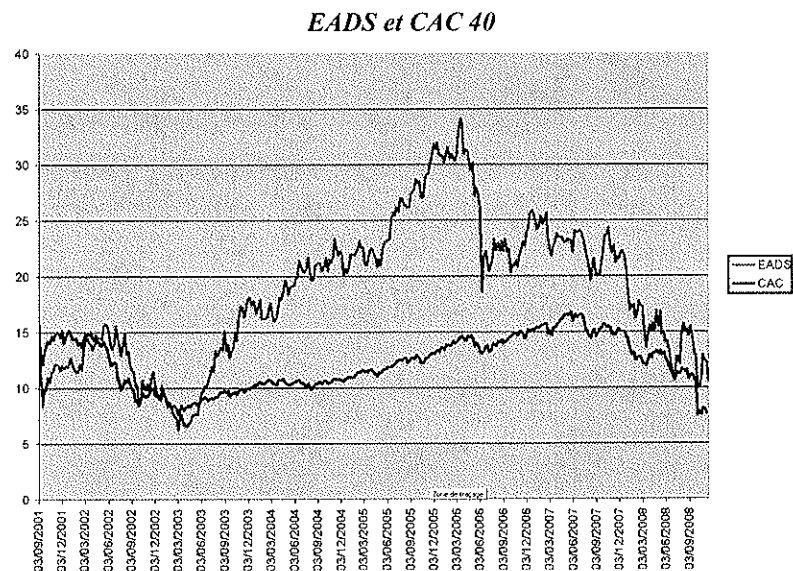
2.4. Les performances boursières

Dans quelle mesure les marchés ont salué les performances économiques et financières des deux constructeurs ? Pour répondre à cette question nous comparons tout d'abord l'évolution du cours des actions des deux constructeurs par rapport à leur marché, pour ensuite faire une comparaison directe des actions entre elles. La performance pour un investisseur est ensuite étudiée sur la période 2001-2008.

2.4.1. Les performances par rapport à leur marché

Le graphique 8 montre l'évolution des cours des actions EADS et Boeing par rapport à leur marché. Nous avons pris comme référence le CAC 40 pour EADS et l'indice S&P 500 pour Boeing.

Graphique 8 – Evolution des cours et des marchés (2001-2008)



On remarque que Boeing et EADS suivent globalement leur indice de référence en accentuant leur variation. Le calcul du bêta (coefficient de risque systématique¹⁰) des deux actions par rapport à leur indice de référence révèle un niveau de risque systématique supérieur pour EADS que pour Boeing.

	Boeing	EADS
Bêta	1,13	1,39
Volatilité de l'action	35,2 %	45,1 %
Volatilité de l'indice	18,8 %	22,8 %

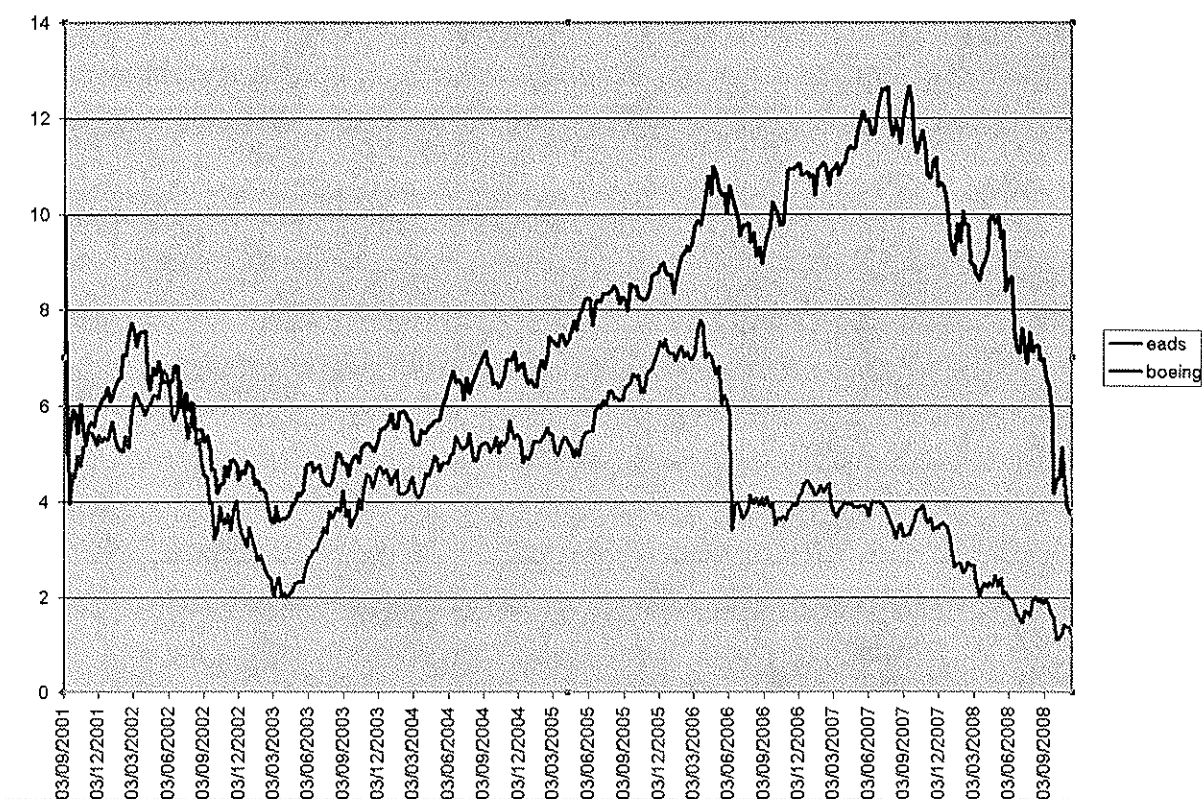
Enfin, il est à noter que les deux titres surperforment légèrement leur indice.

2.4.2. Performances comparées des deux actions

Le graphique 9 présente la comparaison des cours d'EADS et de Boeing. Les cours sont ramenés sur une base commune au 3 septembre 2001.

Graphique 9 – Evolution des cours de Boeing et d'EADS (2001-2008)

EADS et Boeing ramenés sur une base commune



¹⁰ L'indicateur est calculé sur toute la période avec des cours hebdomadaires du 03/09/2001 au 17/09/2008. Les valeurs trouvées sont proches de celle données par la banque de données *Infinancials*.

On remarque que dans un premier temps, les cours évoluent de façon similaire (jusqu'en mars 2006). Mais en avril 2006, EADS décroche à la suite de l'annonce de problèmes de livraison et de gestion de l'entreprise.

La meilleure performance boursière de Boeing par rapport à son concurrent est le reflet de sa meilleure rentabilité économique et financière comme nous l'avons vu précédemment. Sur la période d'étude, et sans tenir compte des dividendes, l'actionnaire français d'EADS perd 9 % alors que l'actionnaire américain de Boeing gagne 49 %. Au total, et sur cette période, il valait mieux être actionnaire de Boeing que d'EADS.

Conclusion

Au terme de cette étude comparative entre les deux constructeurs Boeing et EADS que retenir ? Tout d'abord, que leurs styles de gouvernance sont différents. Boeing, société américaine, relève du modèle classique de la gouvernance actionnariale. L'actionnaire se trouve au centre et même si la société ne peut pas négliger les autres parties prenantes (employés, fournisseurs, créanciers, pouvoirs publics), il apparaît que son management oriente ses actions en vue de créer de la valeur actionnariale. Cela se traduit par des performances de rentabilité plus élevées chez Boeing mais également par des choix de politiques d'investissement, de financement et de dividende différents.

Le constructeur d'avions européen est essentiellement piloté par une double commande publique franco-allemande qui cherche surtout à préserver à court terme, sous la pression bien compréhensible des syndicats nationaux, les difficiles équilibres en termes d'emplois. Les salariés et les sous-traitants français et allemands font remonter leurs inquiétudes à leurs élus qui font à leur tour pression sur les représentants des Etats au conseil d'administration. Par ce mécanisme, les *stakeholders* (parties prenantes) chez Airbus sont nombreux, font entendre leur voix et paralysent, selon certains observateurs, *in fine* le modèle industriel qui doit pourtant être revu sous peine de voir l'entreprise décrocher par rapport à son concurrent Boeing. Chez EADS, les réorganisations sont davantage négociées et répondent à de subtils équilibres. Chez Boeing elles sont plus brutales.

Par ailleurs, avec les opérations de recapitalisation à venir, la perte d'influence des deux principaux actionnaires privés actuels, Daimler Chrysler et Lagardère, va se poursuivre. La logique privée va donc continuer à perdre du terrain face à une logique publique ou politique. Dans un tel schéma on ne voit pas très bien comment les mesures de réorganisation du constructeur ne pourront pas respecter scrupuleusement la répartition initiale entre les quatre pays fondateurs. Il est également à craindre que la nécessité de revoir le modèle industriel en spécialisant les sites par famille d'avions soit perdue de vue devant la difficulté d'arriver à un accord et l'obligation politique de respecter les équilibres des pouvoirs nationaux au sein du conseil d'EADS.

Cette étude de cas, montre que le mode de gouvernance des entreprises n'est pas neutre. La répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise – sa gouvernance - a également un impact déterminant. Comment réorganiser une entreprise pour qu'elle survive dans un environnement compétitif si ses dirigeants n'ont pas comme seul objectif son intérêt et

son développement ? Comment concilier les objectifs contradictoires entre les salariés (sous-traitants compris) français et les salariés allemands sinon par un *statu-quo* qui risque à terme d'être dommageable à tous ? Comment financer une entreprise qui ne deviendrait plus rentable ? Voilà quelques questions que soulève le cas EADS.

La question de la gouvernance des entreprises est fondamentale si on veut avoir des entreprises pouvant faire face à la concurrence internationale. Malheureusement les bons sentiments (affichés) entre partenaires ne donnent pas toujours de bons résultats. Un autre aspect de ce cas est l'horizon temporel des décideurs. On entend ainsi souvent que les actionnaires privés sont court-termistes alors que l'actionnaire public aurait une vision à long terme. A la lumière du cas EADS on peut en douter. Les chefs de gouvernements impliqués dans le dossier ont certainement un horizon qui ne dépasse pas celui de leur mandat et comme priorité absolue la minimisation des problèmes sociaux à court terme. Dans ces conditions qui s'intéresse vraiment à l'avenir du constructeur européen ? Le match entre Boeing et EADS n'est pas qu'industriel et commercial, il est également celui de deux formes de gouvernance d'entreprises. A moins d'un changement de gouvernance chez EADS, l'avenir dira quel modèle sortira vainqueur.

Bibliographie

Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Editions du Seuil, Paris.

Albouy M. (1993), « La finance contre l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, n° 93, mars-avril-mai, p. 29-38.

Charreaux G. (1997), Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière, In : *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux G. (éd.), chap. 2, p.55-85, Economica, Paris.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

Bouton D. et coll. (2002), *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Bouton*, Association Française des Entreprises Privées, Mouvement des Entreprises de France, Paris.

Tirole J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press.

Wirtz P. (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, Collection Repères, Paris.