

Groupe de travail du Cnis sur le Coût du capital

Compte rendu de la 1^{ère} réunion du 27 mai 2014

Président : Olivier GARNIER (Chef Économiste du Groupe Société Générale)
Rapporteurs : Ronan MAHIEU (chef du Département des Comptes Nationaux, Insee)
Jean-Pierre VILLETTELLE (chef de l'Observatoire des entreprises, Banque de France)

Destinataires : les membres du groupe

Rappel de l'ordre du jour

1. Présentation du mandat
2. État des lieux des concepts et de l'information statistique existante
3. Discussion sur les pistes de travail

Liste des participants

Dominique ALLAIN	Cnis
Anne-Christèle CHAVY-MARTIN	Banque de France
Olivier CHEMLA	AFEP
Gérard DE LAVERNÉE	MEDEF
Denis DURAND	CGT
Olivier GARNIER	Société Générale
Edith GINGLINGER	Université Paris-Dauphine
Michel HUSSON	IRES
Anne-Juliette LECOURT	CFDT
Ronan MAHIEU	Insee
François MEUNIER	ALSIS Conseil
Jean-François OUVRARD	Rexecode
Philippe ROUSSEL	Cnis
Olivier VIGNA	AMF
Jean-Pierre VILLETTELLE	Banque de France

Absents excusés

Julie BESTEL	CGPME
Serge BRU	CFTC
Hervé SAINT-SAUVEUR	CCI France
Xavier TIMBEAU	OFCE

Cette première réunion est principalement consacrée à l'organisation des travaux du groupe et à la présentation de premiers éléments rassemblés par l'Insee et la Banque de France.

1. Présentation du mandat

Le Président rappelle la genèse du mandat, suite aux discussions au sein de la Commission Entreprises et stratégies de marché, et après les Rencontres Moyen terme 2014-2018, organisées en juin 2013 et intitulées « Compétitivité et facteurs de développement des entreprises : quels enjeux statistiques pour les années à venir ? ». Ce mandat a été présenté au bureau du Cnis le 20 mars 2014, et à deux Commissions (« Système financier et financement de l'économie » et « Entreprises et stratégies de marché »), les 13 et 21 mai.

Il précise ensuite que, bien que le mandat n'inclue aucune date de remise du rapport, il attend un travail du groupe dans un calendrier assez resserré, avec l'ambition de finaliser un document d'ici la fin de l'année 2014.

Le groupe est composé de représentants des syndicats, du patronat, des instituts de conjoncture et d'experts. La fonction de rapporteur en est assurée par des représentants de producteurs de statistiques importants en la matière, que sont l'Insee et la Banque de France. Le rapport devra être produit à partir des travaux des membres du groupe et après l'audition d'un certain nombre de producteurs et d'utilisateurs de données sur le coût du capital. Sur la base des interventions suscitées par la présentation du mandat aux Commissions du Cnis, et après quelques contacts déjà pris, il apparaît que :

- Mme Nathalie ROY (Union professionnelle artisanale, UPA) pourra faire une contribution écrite sur la problématique du groupe de travail, plus particulièrement centrée sur les coûts propres aux petites entreprises ;
- M. Pierre-Alain PIONNIER (OCDE, Direction des Statistiques) sera auditionné sur les comparaisons internationales de taux de marge ;
- M. Laurent CORDONNIER (CLERSÉ, Université Lille 1) sera auditionné sur l'étude dont il est un des co-auteurs sur « Le coût du capital et son surcoût : sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques », étude réalisée dans le cadre d'une convention entre l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (Ires) et la Confédération Générale du Travail (CGT) d'une part, l'Université Lille 1 d'autre part.

D'autres contacts ont été pris, sans engagement à cette date, avec l'Association pour la Taxation des Transactions financières et l'Aide aux Citoyens (ATTAC), les économistes Atterrés et la Fondation Copernic.

Suite à cette présentation liminaire du Président, la discussion s'engage. Philippe ROUSSEL, responsable de la Commission Entreprises et stratégies de marché au Cnis, fait état d'une contribution écrite de la CGPME, cette organisation n'ayant pu être représentée pour cette première réunion. Dans cette contribution, la CGPME indique que selon elle, les modèles classiques de la finance dont dérivent les formulations usuelles de la mesure du coût du capital sont relatifs aux grandes entreprises, et peu adaptés aux PME. Pour les PME, il serait aussi important d'intégrer le coût du capital circulant, dont la volatilité des prix de certaines consommations intermédiaires (matières premières, énergie, etc.). Les conditions du financement de l'investissement seraient aussi à aborder : coûts des ressources externes (emprunts bancaires, crédit-bail, etc.), du fait du caractère

prépondérant de ces ressources dans le financement des PME ; coût des capitaux propres, mais sachant que l'actionnariat dans une PME est différent de celui que l'on peut observer dans une grande entreprise. Par conséquent, ne pas centrer le débat sur les seuls dividendes et être vigilant quant au périmètre d'application de cet indice. Philippe ROUSSEL rapporte également les positions exprimées lors des réunions des Commissions du Cnis, sur l'ensemble des coûts à considérer, incluant le coût du capital fixe, le coût des consommations intermédiaires et le coût du foncier. De ces éléments et des interventions qui suivent apparaît pour le groupe la nécessité de :

- définir plus précisément la notion de coût du capital (et ses différentes composantes) à retenir pour les travaux de ce groupe ;
- en rester au coût du capital, sans traiter de la rémunération du capital du point de vue de ses détenteurs, qui relève d'autres problématiques – notamment fiscales pour le détenteur – qui dépassent le mandat du groupe ;
- rester sur les problèmes de mesure statistique, sans se prononcer sur la question du niveau adéquat ou non du coût du capital du point de vue de l'analyse économique normative ;
- faire preuve d'une grande prudence dans l'utilisation des comparaisons internationales, qui dépendent aussi du degré d'intermédiation financière dans chaque pays, et pas seulement de la stratégie des entreprises. Par ailleurs, les systèmes de collecte dans chaque pays peuvent être assez différents pour biaiser ces comparaisons ;
- prendre en compte la notion de risque dans la mesure du coût du capital ;
- traiter de la question des versements de dividendes intra-groupes, notamment entre filiales et maisons mères résidentes et non-résidentes.

Compte tenu de ces remarques, le mandat sera marginalement amendé. Une nouvelle version sera diffusée aux membres du groupe pour acceptation définitive.

2. État des lieux des concepts et de l'information statistique existante

2.1 Présentation de Ronan MAHIEU

Les principales révisions intervenues sur le compte des sociétés non financières (SNF) avec la publication de la base 2010 des comptes nationaux sont succinctement présentées.

La base 2010 des comptes nationaux est d'abord caractérisée par la mise en œuvre d'un nouveau système européen de comptes, le SEC 2010. La principale innovation du SEC 2010 réside dans l'extension du périmètre des actifs : sont désormais enregistrées comme des investissements toutes les dépenses en R&D, bases de données et équipements militaires lourds. Cette modification conceptuelle induit un relèvement important du niveau de la valeur ajoutée des SNF (via les dépenses en R&D et bases de données), de l'ordre d'une trentaine de milliards d'euros en 2010 (soit environ +3 %).

Comme à l'occasion de tout changement de base, les comptes nationaux intègrent en outre des sources statistiques nouvelles ou actualisées ainsi que des améliorations d'ordre méthodologique. En particulier, la prise en compte de données actualisées sur la statistique annuelle d'entreprises (Ésane) amène à revoir à la hausse la valeur ajoutée (VA) des SNF, portant la révision totale de celle-ci entre les deux bases à environ +40 milliards d'euros sur l'année 2010.

Les révisions de la VA des SNF liées au SEC 2010 se répercutent intégralement sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) et l'épargne des SNF. La révision à la hausse de l'investissement des SNF est plus marquée encore car l'analyse des données d'entreprises amène à revoir en forte hausse le niveau de leur investissement en logiciels. *In fine*, le taux de marge des SNF est revu en hausse de l'ordre de +2 points sur l'ensemble de la période couverte par les comptes nationaux. Le taux d'investissement est également revu en hausse, de même que le taux d'autofinancement (mais dans des proportions plus limitées). Les évolutions de ces ratios sont en revanche peu révisées.

Le solde des dividendes versés par les SNF est par ailleurs revu en baisse sensible sur l'ensemble de la période. Cette révision n'est en rien imputable au SEC 2010 : elle traduit plutôt les arbitrages effectués pour assurer la cohérence d'ensemble des comptes nationaux. Ces arbitrages ont notamment porté sur les dividendes dans la mesure où les différentes sources statistiques disponibles pour évaluer les dividendes reçus et versés par les secteurs institutionnels sont peu cohérentes entre elles et ne permettent pas de déboucher sur une estimation précise en niveau des dividendes versés et reçus par les SNF.

Outre cette révision systématique à la baisse du solde des dividendes versés par les SNF, on constate une modification du profil des dividendes versés par les SNF après 2010 : alors que ceux-ci stagnaient voire augmentaient légèrement en fin de période en base 2005, la tendance est maintenant à la baisse en base 2010. Cette inversion du diagnostic sur les années les plus récentes est liée aux fortes révisions opérées sur les dividendes dans la balance des paiements, lesquelles se reportent en grande partie sur les SNF compte tenu de la méthode d'estimation retenue en campagne courante.

Compte tenu de l'imprécision des sources disponibles pour l'évaluation des dividendes, une des priorités de la comptabilité nationale maintenant que la base 2010 est publiée est d'approfondir l'analyse de ces données afin d'améliorer la qualité du diagnostic macroéconomique sur l'ensemble des revenus de la propriété reçus et versés par les SNF.

2.2 Présentation de Jean-Pierre VILLETTELE : les dividendes dans les états financiers comptables

On rappelle que les données individuelles d'entreprises exploitables d'un point de vue statistique sont le plus souvent issues de sources administratives et non directement comptables, en particulier concernant les comptes sociaux – comptes d'une unité légale (identifiée par un numéro SIREN unique) dans lesquels ne figure aucune donnée relative à ses éventuelles filiales, par opposition aux comptes consolidés. En effet, ces comptes font l'objet d'une obligation de dépôt légal mais les entreprises peuvent y substituer leur liasse fiscale, ensemble d'imprimés préétablis par l'administration fiscale pour ses besoins propres. L'établissement de la liasse fiscale permettant à l'entreprise de satisfaire à la fois à ses obligations fiscales déclaratives de résultat et à ses obligations de dépôt des comptes annuels au greffe, ce document constitue le plus souvent l'unique source d'information comptable sur les entreprises.

Au cours de cette présentation sont donc exposés les principes comptables d'enregistrement du versement de dividendes par les entreprises, et leur traduction dans la liasse fiscale (un document est distribué en séance). Un certain nombre de difficultés peuvent apparaître de ce fait, notamment dans le cas des acomptes sur dividendes, l'enregistrement de cette opération n'étant pas détaillé au sein d'un poste composite de la liasse fiscale.

Concernant les dividendes au niveau des comptes consolidés, les dividendes « intra-groupes », c'est-à-dire ceux qui sont versés par les filiales à la maison mère sont éliminés lors de la préparation des comptes consolidés. Subsiste après l'opération de consolidation l'information sur les dividendes versés par la maison mère à ses actionnaires. On insiste sur le fait qu'à strictement parler, un groupe ne distribue pas de dividendes ! Les groupes cotés communiquent de manière confuse au sujet de leur distribution de dividendes. Dans la plupart des cas, ils comparent les dividendes versés aux résultats générés par le groupe et présentés dans les comptes consolidés. Or les groupes n'ont aucune existence légale, seules les sociétés individuelles qui le composent en possèdent une. Lorsque les maisons mères des groupes distribuent des dividendes à leurs actionnaires, c'est sur la base de leur résultat individuel et non sur ceux du groupe. C'est d'ailleurs pour cela que les documents de référence des groupes cotés contiennent à la fois les comptes consolidés du groupe et les comptes individuels de la maison mère.

Dans tous les cas, les dividendes versés en année N le sont sur la base des résultats de l'exercice N-1, puisque les sociétés ont d'abord dû approuver le résultat de l'exercice clos en N-1 pour, lorsqu'un bénéfice apparaît, décider éventuellement de le distribuer en tout ou partie sous forme de dividendes. Ce versement est par nature postérieur à la date de clôture des comptes et sera donc enregistré dans les comptes de l'année N.

Cet exposé se termine sur la présentation de quelques résultats d'une étude de la Banque de France à paraître dans son bulletin trimestriel de deuxième trimestre 2014, portant sur la rentabilité des grands groupes français cotés en 2013 :

https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/BDF196-rentabilite-grds-groupes-francais-etude-1.pdf

Est en particulier présenté le taux de distribution (*pay out ratio*), mesure de la part du bénéfice annuel restituée l'année suivante aux actionnaires de la maison mère sous forme de dividendes. L'analyse de cet indicateur en évolution temporelle et en distribution au sein de cette population d'entreprises montre que les politiques de distribution varient considérablement selon les groupes. Certaines valeurs atypiques peuvent par ailleurs être dues à des opérations exceptionnelles sur la distribution de dividendes, comme en 2013 pour Lagardère, qui a versé en cours d'année, en plus d'un dividende ordinaire (1,3 euro par action), un dividende exceptionnel de 9 euros par action puis un autre dividende exceptionnel de 6 euros par action, le groupe ayant choisi de reverser sous cette forme aux actionnaires une large part du produit de cession de ses titres EADS puis Canal+ France. Dans cet exemple, une partie des dividendes versés en année 2013 est alors sans lien avec les résultats 2012. Au-delà des motifs économiques et stratégiques qui engagent les groupes à moduler la rémunération de leurs actionnaires, l'étude montre que la politique de distribution est toutefois plus stable que le niveau des bénéfices sur le long terme.

3. Suite des travaux

La prochaine réunion sera consacrée à l'audition de Pierre-Alain PIONNIER (OCDE, Direction des Statistiques) sur les comparaisons internationales de taux de marge (19 juin 2014).

L'audition suivante (Laurent CORDONNIER, CLERSÉ – Université Lille 1) sera couplée à une séance plénière du groupe, le 10 juillet.

Le dialogue avec ATTAC, les économistes Atterrés et la Fondation Copernic sera poursuivi pour planifier d'autres auditions éventuelles.