

FIPECO le 06.12.2018
Les commentaires de l'actualité

Les performances financières de l'Etat actionnaire

François ECALLE

L'Etat détient des participations financières, gérées par « *l'agence des participations de l'Etat* » (APE), dans 81 entreprises, qui font l'objet du « [rapport annuel relatif à l'Etat actionnaire](#) ». Les « *comptes combinés* » des 65 plus importantes (en 2017) sont présentés dans le [rapport financier de l'APE](#).

Les performances financières de l'Etat actionnaire depuis 2007 sont analysées dans ce billet sur la base de ratios financiers tirés de ces comptes combinés et présentés dans les rapports financiers de l'APE ou dans les « *projets annuels de performance* » du « [compte d'affectation spéciale des participations financières de l'Etat](#) ». Elles sont comparées, en utilisant les mêmes ratios financiers, à celles des entreprises privées du CAC 40 présentées dans les « [profils financiers du CAC 40](#) » du cabinet Ricol Lasteyrie.

Les participations de l'Etat ont mieux traversé la crise de 2008-2009 que les sociétés du CAC 40. Au cours des années 2007 à 2010, la rentabilité financière des participations de l'Etat (en moyenne 16 %) a été plus élevée que celle des sociétés du CAC 40 (10 %). L'Etat a reçu 45 % du résultat net part du groupe de l'année précédente sous forme de dividendes, soit un peu moins que les actionnaires des sociétés du CAC 40 (57 %). Rapportée aux capitaux propres, la dette financière nette des participations de l'Etat a diminué de 125 à 100 % et celle des sociétés du CAC 40 de 38 à 24 %.

Au cours des années 2011-2015, la rentabilité financière des participations de l'Etat s'est fortement dégradée (elle est tombée à 2 %) et elle est passée nettement au-dessous de celle des sociétés du CAC 40 (7 %). L'Etat a néanmoins reçu 99 % du résultat de ses participations sous forme de dividendes, contre 68 % pour les actionnaires des sociétés du CAC 40, ce qui a fragilisé leur situation financière. Rapportée aux capitaux propres, la dette financière nette des participations de l'Etat est remontée de 100 à 150 % alors que celle des sociétés du CAC 40 est restée à peu près stable.

En 2016 et 2017, la rentabilité financière des sociétés dont l'Etat est actionnaire est revenue à 8,5 %, soit quasiment au niveau de celle des sociétés du CAC 40 (9,0 %). L'Etat a reçu des dividendes qui représentaient seulement 32 % du résultat net part du groupe de ses participations, contre 55 % pour les actionnaires des sociétés du CAC 40. L'endettement net de ses participations a été ramené à 106 % de leurs capitaux propres, mais cela reste un ratio nettement supérieur à celui des sociétés du CAC 40 (25 %).

A) Les principales caractéristiques des participations de l'Etat

Les comptes combinés d'un ensemble d'entreprises se distinguent des « *comptes consolidés* » d'un groupe d'entreprises essentiellement par l'absence de prise en compte de la « *société-mère* » qui serait, en l'espèce, l'Etat. Pour le reste, les techniques de combinaison et de consolidation sont semblables. Le projet d'établir des comptes consolidés de l'Etat existe depuis longtemps mais n'a jamais connu un début de mise en œuvre.

Les sociétés (comme EDF) ou les établissements publics (comme la SNCF) dans lesquels l'Etat détient une participation ou qu'il possède sont généralement eux-mêmes à la tête d'un groupe dont ils consolident les comptes. Les comptes consolidés de ces entités sont « *globalement intégrés* » dans les comptes combinés lorsqu'elles sont contrôlées par l'Etat, ce qui signifie que les créances et dettes réciproques et les flux de produits et charges entre les entités du périmètre de combinaison sont neutralisées.

Ils sont « *mis en équivalence* » dans les comptes combinés lorsque l'Etat dispose seulement d'une influence notable, qui est présumée lorsqu'il dispose d'au moins 20 % des droits de vote ou siège dans un comité ayant un pouvoir significatif. La mise en équivalence consiste à seulement prendre en compte les fonds propres et les résultats de ces entités dans les comptes combinés au prorata de la quote-part de l'Etat dans leur capital.

Les comptes combinés ne retiennent que des sociétés ou des établissements publics sur lesquels l'Etat exerce une influence et dont l'activité principale est marchande. Ceux qui ont une activité principalement non marchande sont les « *opérateurs* » de l'Etat pour lequel ils assurent généralement une mission de service public¹.

En raison de l'indépendance que leurs statuts leur confèrent, ni la Banque de France ni la Caisse des dépôts et consignations ne sont comprises dans le périmètre des comptes combinés. En revanche, le groupe BPI France, détenu par l'Etat à parité avec la Caisse des dépôts et consignations, y est inclus.

Les entreprises dont les comptes sont combinés en 2017 sont 65 et les principales, en termes de chiffre d'affaires, figurent dans le tableau ci-dessous (hors établissements financiers).

Les principales entreprises non financières retenues dans les comptes combinés de 2017

Entreprise	Part Etat du capital (%)	Chiffre d'affaires (Md€)	Résultat net part du groupe (Md€)
EDF	83,5	69,6	3,2
Airbus	11,1	66,8	2,9
PSA	6,84	65,2	1,9
ENGIE	24,1	65,0	1,4
Renault	15,01	58,8	5,1
Orange	13,4	41,1	1,9
SNCF	100 (EPIC)	33,5	1,3
Air France KLM	14,3	25,8	- 0,3
La Poste	73,7	18,5	0,9

Source : APE ; FIPECO.

¹ Certains de ces opérateurs détiennent eux-mêmes des participations dans des sociétés du secteur marchand.

Ces comptes combinés sont établis par l'agence des participations de l'Etat sur la base d'un « *manuel de combinaison* » qui en précise les principes et méthodes. Ils font l'objet d'un avis d'un groupe de quatre personnalités indépendantes et qualifiées.

Il y a 12 entreprises cotées et la valorisation boursière du portefeuille des participations de l'Etat s'élevait à 77 Md€ au 30 juin 2018, en hausse de 17 % sur un an (contre une hausse de 4 % pour le CAC40). Le secteur de l'énergie en représente à peu près la moitié.

B) Les comptes de 2017

Les principaux éléments de la situation financière des participations de l'Etat combinées en 2017 sont : un total du bilan de 818 Md€, dont 393 Md€ d'actifs non courants et 305 Md€ de passifs non courants, et 110 Md€ de capitaux propres.

Le bilan au 31 décembre 2017 (Md€)

Actif		Passif	
		Capitaux propres	110
Actifs non courants dont :	393	Passifs non courants dont :	305
<i>Immobilisations corporelles</i>	228	<i>Passifs financiers</i>	157
<i>Actifs financiers</i>	71	<i>Provisions</i>	104
<i>Titres mis en équivalence</i>	52		
Actifs courants dont :	425	Passifs courants dont :	403
<i>Prêts bancaires (1)</i>	282	<i>Dettes de l'activité bancaire</i>	276
<i>Créances d'exploitation</i>	52	<i>Dettes d'exploitation</i>	25
Total actifs	818	Total passifs	818

Source : APE ; FIPECO. (1) Activité de la banque postale du groupe La Poste.

Les principaux éléments du compte de résultat combiné de 2017 sont : un chiffre d'affaires de 145 Md€, un résultat opérationnel de 11 Md€, une charge financière nette de 5 Md€ et un résultat net part du groupe de 9 Md€.

Le compte de résultat de 2017 (Md€)

Charges		Produits	
Personnel	48	Chiffre d'affaires	145
Achats et charges externes	85	Produit net bancaire (1)	6
Résultat opérationnel	11		
Résultat financier	- 5		
Résultat avant impôt	6		
Impôts sur les bénéficiaires	1		
Résultat des sociétés mises en équivalence	4		
Résultat net	9		

Source : APE ; FIPECO. (1) Activité de la banque postale du groupe La Poste.

C) Les performances financières de 2007 à 2017

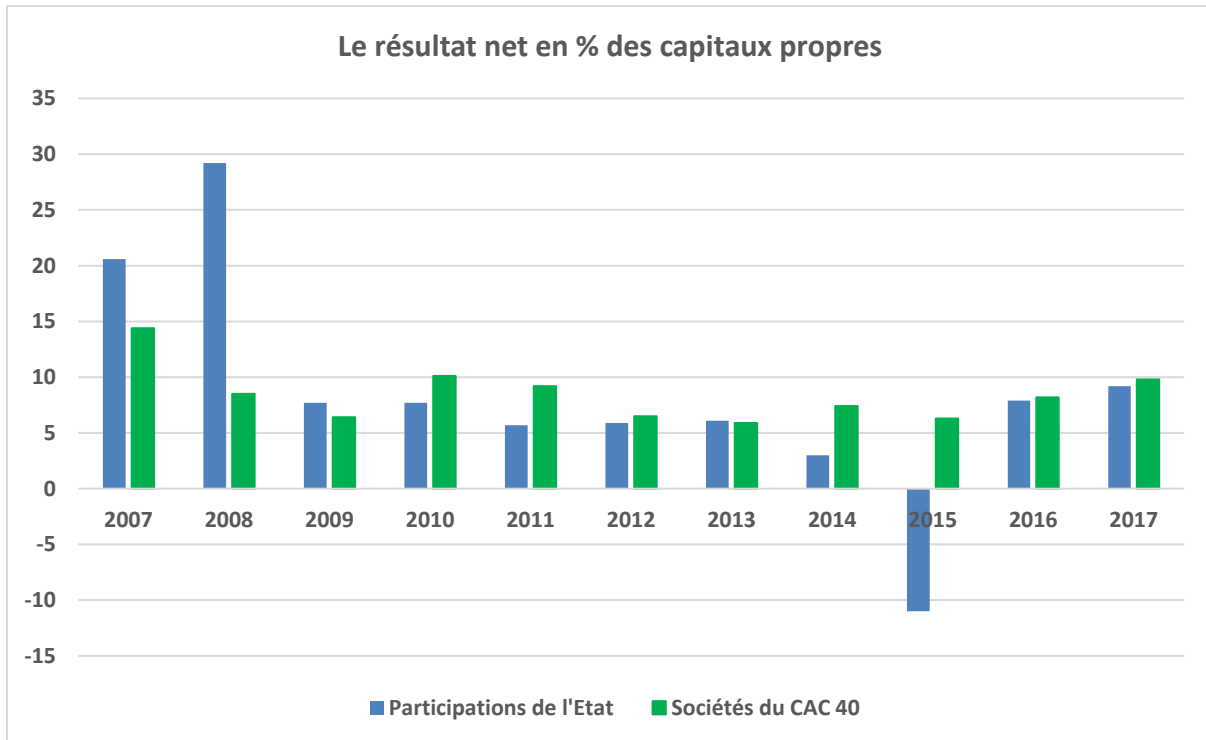
1) Les indicateurs retenus

Les rapports annuels relatifs à l'Etat actionnaire et les programmes annuels de performance du compte d'affectation spéciale des participations financières de l'Etat, qui enregistre les opérations en capital (acquisitions et cessions de titres...) entre celui-ci et les entités où il détient une participation, présentent plusieurs indicateurs financiers qui permettent d'apprécier les performances financières de l'Etat actionnaire. Toutefois, ces indicateurs n'ont pas toujours été les mêmes et leur méthode de calcul a parfois changé au cours des dix dernières années. Ces rapports donnent la valeur de ces indicateurs pour l'année passée et leur valeur « pro forma » pour l'année précédente, mais rarement une série à méthodologie constante sur plus de deux années.

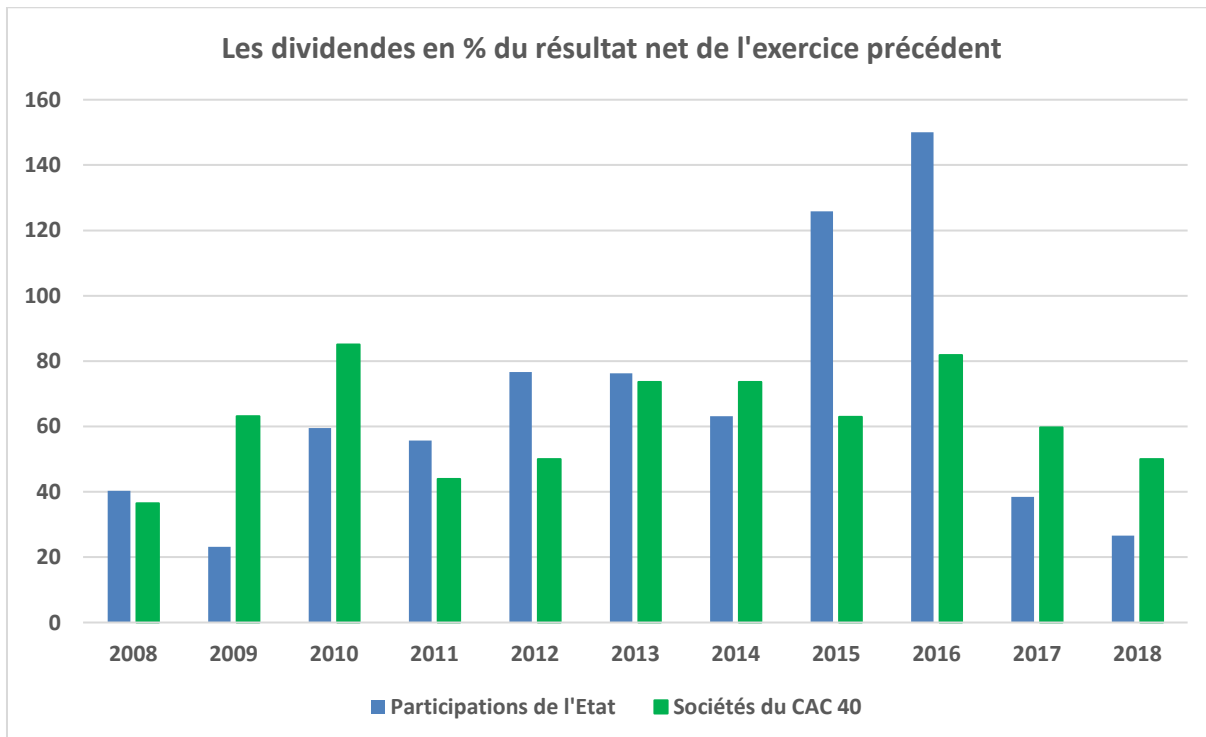
Les indicateurs retenus ici sont des ratios, moins sensibles que des montants en euros aux variations du périmètre des entreprises dont les comptes sont combinés, qui ont pour caractéristiques de figurer dans les rapports des dix dernières années, ou de pouvoir être reconstitués avec les données qui y figurent, et de ne pas avoir été affectés par des changements méthodologiques trop importants au vu des écart entre leurs valeurs courantes et pro forma.

Trois ratios ont été retenus : la rentabilité financière, définie comme le rapport du résultat net part du « groupe Etat » au montant des capitaux propres (hors intérêts minoritaires) ; le taux de distribution, défini comme le rapport entre les dividendes versés à l'Etat (y compris en titres) et le résultat net part du groupe de l'année précédente ; le taux d'endettement, défini comme le rapport entre la dette financière nette et le montant des capitaux propres.

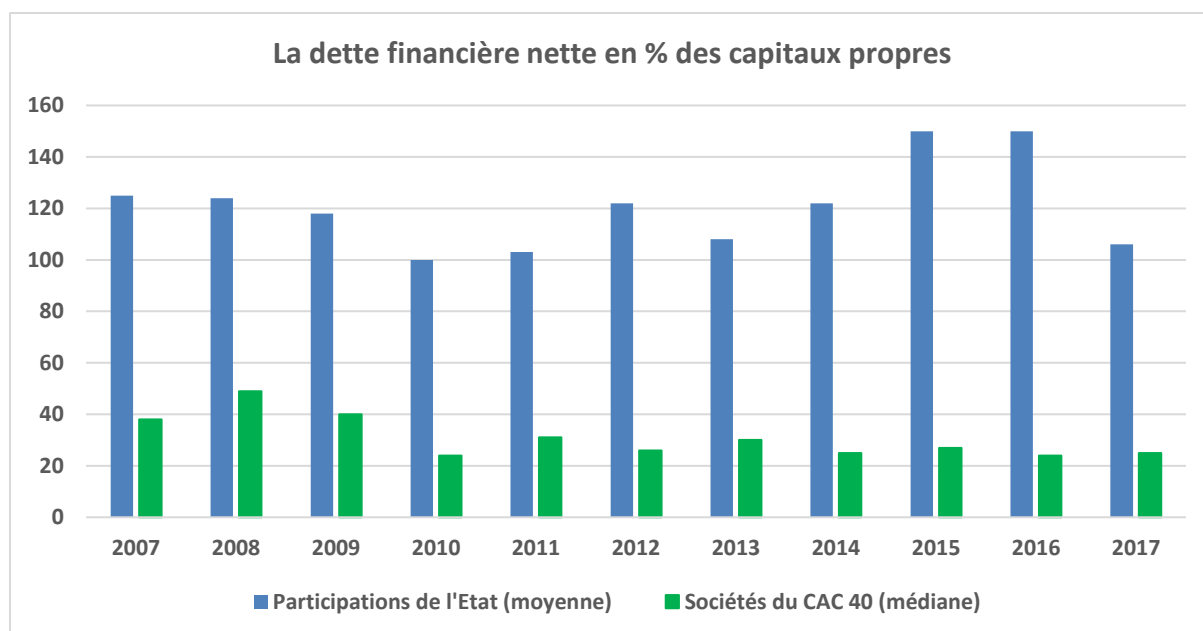
Ces ratios ont également pour avantage de pouvoir être comparés à des indicateurs semblables publiés par le cabinet Ricol Lasteyrie dans ses « [profils financiers](#) » annuels des sociétés du CAC 40.



Sources : Rapports annuels relatifs à l'Etat actionnaire ; « profils financiers du CAC 40 » du cabinet Ricol et Lasteyrie ; FIPECO.



Sources : Rapports annuels relatifs à l'Etat actionnaire ; « profils financiers du CAC 40 » du cabinet Ricol et Lasteyrie ; FIPECO. Le taux de distribution des participations de l'Etat en 2016 sur ce graphique est conventionnel car l'Etat a reçu des dividendes en 2016 sur un résultat net 2015 négatif.



Sources : Rapports annuels relatifs à l'Etat actionnaire ; « profils financiers du CAC 40 » du cabinet Ricol et Lasteyrie ; Hors banques et assurances ; FIPECO.

a) Les années 2007 à 2010

Les performances des entreprises dont l'Etat est actionnaire ont été plutôt satisfaisantes dans les années 2007 à 2010 par rapport à celles des sociétés du CAC40.

La rentabilité financière des participations de l'Etat s'est élevée à 16 % en moyenne annuelle, nettement au-dessus de celle des sociétés du CAC 40 (10 %).

L'Etat a reçu de 2008 à 2011 en moyenne 45 % du résultat net part du groupe de l'année précédente sous forme de dividendes, soit moins que les actionnaires des sociétés du CAC 40 (57 %)².

Les sociétés dans lesquelles l'Etat détient une participation sont beaucoup plus endettées que celles du CAC 40 (hors banques et assurances) en pourcentage de leurs capitaux propres. De 2007 à 2010, leur taux d'endettement a diminué, passant de 125 à 100 %, de même que celui des sociétés du CAC40 (hors banques et assurances), qui est passé de 38 à 24 % environ (médiane hors banques et assurances).

b) Les années 2011 à 2015

Les performances des entreprises dans lesquelles l'Etat détient une participation se sont fortement dégradées au cours des années 2011 à 2015.

Leur rentabilité financière est tombée à 2 % en moyenne, avec même un taux négatif (-11 %) en 2015, soit nettement au-dessous de celle des sociétés du CAC 40 (7 %).

L'Etat a néanmoins reçu 99 % du résultat de ses participations sous forme de dividendes, contre 68 % pour les actionnaires des sociétés du CAC 40, et a ainsi fragilisé leur situation

² Montant des dividendes rapporté au montant du résultat net part du groupe pour l'ensemble des entités prises en compte, ce qui correspond à un taux moyen de distribution.

financière, même si une partie de ces dividendes a été versée en actions. L'Etat a notamment prélevé 3,5 Md€ de dividendes en 2016 sur un résultat 2015 négatif (- 10 Md€).

Le taux d'endettement est en conséquence remonté jusqu'à 150 % en 2015 tandis que celui des sociétés du CAC 40 était à peu près stable entre 25 et 30 % (médiane hors banques et assurances).

c) Les années 2016 et 2017

En 2016 et 2017, les performances financières des participations de l'Etat ont été meilleures et la politique de dividendes de l'Etat a été plus favorable à leur structure de bilan qui s'est stabilisée.

La rentabilité financière des sociétés dont l'Etat est actionnaire est remontée à 8,5 % en moyenne sur ces deux années, soit presque au même niveau que celle des sociétés du CAC 40 (9,0 %).

L'Etat a reçu en 2017 et 2018 des dividendes, en partie en actions, qui représentaient en moyenne 32 % des résultats nets parts du groupe de 2016 et 2017, contre 55 % pour les actionnaires des sociétés du CAC 40.

L'endettement net des participations de l'Etat a été ramené à 106 % des capitaux propres en 2017, mais reste de très loin supérieur à celui des sociétés du CAC 40 (25 % pour la médiane hors banques et assurances). En effet, certaines entreprises publiques ont des fonds propres particulièrement faibles, ceux de la SNCF étant même fortement négatifs (- 6 Md€ fin 2017), et la plupart d'entre elles bénéficient d'une garantie implicite de l'Etat qui leur permet d'emprunter avec une faible prime de risque.