

Profits exorbitants : mythe ou réalité ? Une analyse microéconomique de trois sociétés belges entre 2007 et 2023. Étude du montant, de l'origine et du partage des profits de Colruyt, Solvay et UCB sociétés mère valeur ajoutée et de sa répartition entre les facteurs de production

Auteur : Hugo, Garance

Promoteur(s) : Geuens, Geoffrey; Geerkens, Eric

Faculté : Faculté de Philosophie et Lettres

Diplôme : Master en journalisme, à finalité spécialisée en investigation multimédia

Année académique : 2024-2025

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/24508>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

Université de Liège
Faculté de Philosophie et Lettres
Département Médias, Culture et Communication

*PROFITS EXORBITANTS : MYTHE OU RÉALITÉ ? UNE ANALYSE MICROÉCONOMIQUE
DE TROIS SOCIÉTÉS BELGES ENTRE 2007 ET 2023.*

Étude du montant, de l'origine et du partage des profits de Colruyt, Solvay et UCB – sociétés mères – au regard de la valeur ajoutée et de son affectation entre les facteurs de production.

Mémoire présenté par HUGO Garance
en vue de l'obtention du grade de
Master en journalisme, à finalité
spécialisée en investigation multimédia

Année académique 2024/2025

REMERCIEMENTS

À mes promoteurs, les professeurs Eric Geerkens et Geoffrey Geuens, merci pour leur confiance, leur disponibilité et leur temps.

Aux professeurs Marc Bourgeois et Wielfried Niessen, merci pour leurs conseils en matière de méthodologie et de lecture.

À messieurs Alain Moreau, fiscaliste, et Norman Reginster, *Manager in Wealth & Asset Management Regulatory Reporting*, merci pour leur temps et leur aide à la compréhension des concepts financiers.

À mes supporters et supportrices de toujours (Nadine Nele, Thierry Hugo et Matthias Hendrick), merci pour leur soutien sans faille et leur relecture.

À Monsieur Bob, mon petit chien, une pensée toute particulière pour son soutien émotionnel indispensable.

AVERTISSEMENT

Le présent travail est rédigé en écriture inclusive, mais il distingue les « dirigeants » « actionnaires » et « créanciers », des « travailleur·ses » et « salarié·es », afin de marquer la surreprésentation des hommes dans les milieux d'affaires.

SOMMAIRE

Liste des abréviations	p. 4
Liste des encadrés	p. 6
INTRODUCTION	p. 7
CONSIDÉRATIONS MÉTHODOLOGIQUES	p. 10
CHAPITRE PREMIER : COLRUYT SA	p. 18
CHAPITRE 2 : SOLVAY SA	p. 49
CHAPITRE 3 : UCB SA	p. 75
CONCLUSION	p. 108
Bibliographie	p. 111
Annexes	p. 121
Table des matières	p. 132

LISTE DES ABRÉVIATIONS

<i>Abréviations</i>	<i>Dénomination complète</i>
AR	Arrêté royal
Art.	Article
BNB	Banque Nationale de Belgique
CAGR	<i>Compound annual growth rate</i>
CE	Comité exécutif
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
<i>cf.</i>	<i>Confer</i>
CIR	Code des impôts sur les revenus
CNC	Commission des Normes comptables
CSA	Code des sociétés et des associations
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
<i>et al.</i>	<i>Et alii</i>
ETP	Équivalent temps plein
<i>ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
INS	Institut National de la Statistique
ISoc.	Impôt des sociétés
LTI	<i>Long Terme Incentive</i>
NV	<i>Naamloze vennootschap</i>
<i>op. cit.</i>	<i>Opus citatum</i>
PIB	Produit intérieur brut

PNB	Produit national brut
PVC	<i>PolyVinylChloride</i>
RA	Rapport annuel (intégré)
RDT	Revenus définitivement taxés
R&D	Recherche et développement
REBIT	<i>Recurring Earnings Before Interest and Taxes</i>
RH	Ressources humaines
RN	Revenu national
SA	Société anonyme
VA	Valeur ajoutée
VEV	<i>Vlaams Economisch Verbond</i>
vs	<i>Versus</i>

LISTE DES ENCADRÉS

<i>Encadré 1 : VA brute et VA nette</i>	p. 18
<i>Encadré 2 : EBIT</i>	p. 21
<i>Encadré 3 : Résultats financiers et exceptionnels</i>	p. 21
<i>Encadré 4 : Calcul des frais de personnel</i>	p. 25
<i>Encadré 5 : Calcul du coût des capitaux de tiers</i>	p. 28
<i>Encadré 6 : Calcul des charges fiscales</i>	p. 30
<i>Encadré 7 : Compte 9134 et rubrique 67/77 du compte de résultat</i>	p. 33
<i>Encadré 8 : Zoom sur la rubrique 67/77</i>	p. 33
<i>Encadré 9 : Impôts sur le résultat – taux nominal, effectif et apparent</i>	p. 35
<i>Encadré 10 : Calcul du bénéfice ajouté</i>	p. 39
<i>Encadré 11 : Les bénéfices comptables de l'entreprise</i>	p. 41
<i>Encadré 12 : Créer de la richesse vs s'enrichir</i>	p. 56
<i>Encadré 13 : Valeur ajoutée vs rentabilité</i>	p. 67

INTRODUCTION

« Le profit, ce n'est pas le bien-être assuré pour quelques-uns, c'est l'emploi garanti pour tous. »¹ Ainsi déclarait en 1979, l'homme d'affaires belge, Robert Stouthuysen, alors président de l'organisation patronale flamande, VEV (*Vlaams Economisch Verbond*, aujourd'hui VOKA, *Vlaams netwerk van ondernemingen*). Cette déclaration s'inscrivait à l'époque, dans toute une stratégie discursive, une riposte idéologique menée à bien par le patronat belge au lendemain de la grande crise (économique et sociétale) qui suivit le choc pétrolier de 1973 (Moden et Sloover, 1980). Parmi les objectifs de la riposte : la restauration de la rentabilité des entreprises et la réhabilitation du profit.

Un an auparavant, dans la même perspective, Paul-F. Smets, alors administrateur-directeur général de la Fédération des Industries Chimiques de Belgique, déclarait :

« Le profit a mauvaise presse. Notion décriée comme peu d'autres, elle évoque l'image du “profiteur” et de l’“exploiteur”.

“Le profit, symbole et moteur du capitalisme”, écrit Jean-Louis Servan-Schreiber, “se voit à la fois contesté dans ses montants, ses origines et son utilisation”. (*L'entreprise à visage humain*, p. 180.)

Il est donc indispensable de démystifier des conceptions largement répandues quant à l'importance quantitative des profits mais aussi d'affirmer le caractère légitime, indispensable et social du profit dans notre économie.” »²

Pour Smets, l'entreprise exerce une double responsabilité au sein de la société : une responsabilité économique, d'abord ; une responsabilité sociale, ensuite, par sa capacité à produire des richesses. Ainsi, concourt-elle à l'intérêt général. Cette seconde responsabilité, si elle relève de « l'essence même de son fonctionnement » (*L'entreprise en question*, p. 39) n'est toutefois pas du seul ressort de l'entreprise – l'auteur parle d'une « responsabilité partagée » (*ibid.*, p. 38). Elle ne peut prendre le pas sur sa responsabilité première.

« Sans une pleine réalisation de ses objectifs économiques, l'entreprise devient vite incapable de faire face à ses responsabilités sociales. Il est exclu d'intervertir l'ordre des priorités. » (*Ibidem.*)

¹ STOUTHUYSEN, R., « Le VEV : une nouvelle stratégie pour l'entreprise », déclaration au Congrès du VEV organisé à Gand en mars 1979, *La Libre Belgique*, 23 mars 1979, p. 3. Voir aussi VERBRUGGEN, M., allocution prononcée à la tribune patronale de la RTB le 27 août 1974, *Flash messages*, septembre 1974, p. 3. (Cité par J. MODEN et J. SLOOVER, *Le patronat belge. Discours et idéologie 1973-1980*, p. 92.)

² SMETS, P.-F., *L'entreprise en question*, p. 41. (Cité par MODEN et SLOOVER, *op. cit.*, p. 91.)

Il arrive toutefois que la mission première de l'entreprise entre en conflit avec les besoins de la collectivité. La prise de conscience de ces tensions, explique Smets, s'est cristallisée autour de plusieurs « allégations » (*ibid.*, p. 40) qu'il s'attache à démontrer. En priorité, donc, le mythe des profits privés exorbitants – un mythe, précise-t-il, qui a « la vie dure » (*ibid.*, p. 47).

L'un des arguments mobilisés pour démonter ce mythe se situe au niveau macroéconomique : le partage du revenu national net (RN), soit « la part distribuable du produit national brut [PNB], après prélèvement des impôts indirects par l'État et après décompte des amortissements³. » (*Ibid.*, p. 51.) Entre 1970 et 1974, selon les chiffres de l'INS (Institut National de la Statistique, dont la mission est assurée aujourd'hui par Statbel, l'office belge de statistique), la rémunération du travail (salariés et entrepreneurs individuels) représentait pratiquement 84 % du RN ; les intérêts (sur emprunts), 6,1 % ; l'impôt direct des sociétés (ISoc.), 3,4 %. Quant aux profits des entreprises, ils représentaient à l'époque 6,5 % du RN (3,9 % de dividendes et tantièmes ; 2,6 % de bénéfices non distribués, et donc réinvestis).⁴

À partir de là, Smets statue : « Le mythe des profits exorbitants et abusifs est donc une mauvaise littérature à laquelle l'honnêteté intellectuelle et le raisonnement économique empêchent d'accorder le moindre crédit. » (*Ibid.*, p. 53.) Car, si les chiffres montrent que, à l'échelle de la nation, les profits ne sont pas exorbitants, ils montrent également qu'une large partie est réinvestie dans l'entreprise (40 %) – tout ne finit donc pas dans la poche des actionnaires. Or, l'investissement a un effet dynamique sur le mécanisme industriel puisqu'il assure des gains de productivité, favorisant à la fois la croissance, de meilleurs salaires et, à long terme, l'emploi. « Le profit apparaît ainsi dans sa pleine dimension : il n'est pas un but en soi, mais il est le moyen indispensable du progrès économique et social. » (*Ibid.*, p. 57.)

*

Près de cinquante ans plus tard, si la question des profits (leur montant et leur partage) ne fait l'objet pratiquement d'aucune déclaration de la part du patronat – en dehors des

³ En comptabilité, les amortissements désignent le processus d'étalement du coût d'un bien durable (dit « actif immobilisé », comme une machine ou un véhicule) sur sa durée d'utilisation probable. Cela permet de refléter la perte de valeur progressive du bien résultant de l'usure, de l'obsolescence ou du temps. Les amortissements sont enregistrés chaque année en charges non décaissables dans le compte de résultat, diminuant ainsi le bénéfice imposable sans entraîner de sortie de trésorerie. Ils visent à donner une image fidèle du patrimoine de l'entreprise dans les états financiers et présentent également des avantages fiscaux.

⁴ Cf. Tableau « Importance relative du revenu des différents facteurs de production », annexe 1.

obligations légales⁵ – elle s'accompagne toujours des deux mêmes constats contradictoires.⁶ D'abord, des bénéfices accrus coïncident généralement avec une croissance économique et une hausse du taux d'emploi – constat qui validerait, la thèse de Smets d'une corrélation entre profits privés et intérêt général. Ensuite, l'accroissement des bénéfices continue à avoir mauvaise presse dans le débat public : associé à la cupidité des entreprises, considéré comme accélérateur de l'inflation et de l'érosion du pouvoir d'achat. Une méfiance qui serait sinon infondée, en tout cas exagérée au regard du premier constat.

Pourtant, les statistiques nationales récentes (Comptes nationaux, BNB, 2023) mettent en lumière une progression marquée des marges bénéficiaires nettes des entreprises belges depuis 2014 – une progression qui s'est manifestée dans la plupart des secteurs, bien que son ampleur ait pu varier selon les branches d'activité.⁷

Parallèlement, d'autres études alertent sur la progression des dividendes distribués par les grandes entreprises à leurs actionnaires ces vingt dernières années : une distribution croissante et déconnectée non seulement de l'évolution des investissements et des salaires, mais parfois même des bénéfices effectivement réalisés (Attac et l'Observatoire des multinationales, 2023).⁸ Ces études remettent également en cause la confusion entre intérêts privés et publics qui « permet d'étouffer toute critique des avantages exubérants accordés aux grands groupes. » (*Ibid.*, quatrième de couverture.)

⁵ Les articles 3:6 et 3:32 du Code des sociétés et des associations (CSA) imposent en effet aux entreprises belges la publication d'un rapport de gestion et des états financiers annuels. Pour les sociétés cotées, ces obligations sont complétées par l'article 12 de l'AR du 14 novembre 2007 (relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé). Ce texte leur impose la publication d'un rapport financier annuel comprenant notamment les états financiers, le rapport de gestion, la déclaration de gouvernance d'entreprise, ainsi qu'un rapport de rémunération détaillé des administrateurs et dirigeants. Ces sociétés doivent également publier un rapport semestriel, ainsi que toute information privilégiée susceptible d'influencer le cours de leurs titres (en vertu de la réglementation européenne et belge sur les abus de marché). Enfin, elles doivent mentionner, dans le rapport de gestion, la politique et les propositions de distribution de dividendes.

⁶ Lire à ce propos l'article de DE KEYSER, T., LANGENUS, G., WALRAVENS, L., « The development of corporate profit margins and inflation », *in NBB Economic Review* 2023, n°8, novembre 2023.

⁷ *Ibidem*.

⁸ « La hausse des dividendes versés par les grandes entreprises françaises est une tendance lourde. Selon un calcul de l'Observatoire des multinationales portant sur un échantillon de 26 groupes du CAC40, leurs versements de dividendes ont augmenté en 20 ans (entre 2000 et 2020) de 265 %, soit une multiplication par trois et demi ! (D'après *CAC40 : le véritable bilan annuel*, Observatoire des multinationales, édition 2022.) L'ONG Oxfam et le bureau d'études Le Basic se sont eux aussi penchés sur le sujet et montrent que [...] les dividendes du CAC40 augmentent beaucoup plus rapidement que l'investissement et la rémunération des salarié·es [...] » (Attac et l'Observatoire des multinationales, *Super Profiteurs. Le petit livre noir du CAC 40*, 2023, p. 24.) Plus loin on lit : « Il n'est pas rare que des grandes entreprises versent davantage de dividendes qu'elles n'ont engrangé de profits l'année précédente. [...] Au printemps 2021, c'est le CAC40 dans son ensemble qui a reversé à ses actionnaires l'équivalent de presque 160 % des profits générés en 2020 – autrement dit, tous les bénéfices accumulés cette année-là, additionnés à 60 % supplémentaires prélevés directement dans ses caisses. » (*Ibid.*, p. 31.)

« Sur le plan économique, la proportion croissante des bénéfices reversés aux actionnaires représente autant d'argent qui n'est pas consacré à investir, à embaucher, à augmenter les salaires ou à améliorer la situation financière de l'entreprise si elle est en difficulté.

C'est notamment un enjeu de « partage de la valeur ajoutée » – autrement dit, d'équilibre entre les profits et la rémunération du capital, les salaires et la contribution fiscale. L'augmentation inexorable des dividendes a pour pendant la baisse de la part du travail (masse salariale) dans la valeur ajoutée et celle des impôts acquittés en France et ailleurs. Au détriment donc des salariés et salariées du CAC40 et des finances publiques [...] » (*Ibid.*, p. 32)

*

Telle serait donc la tendance globale des grandes entreprises françaises (en tout cas, jusqu'en 2023) : une tendance croissante à la captation des profits par les actionnaires. Une « goinfrie », dira-t-on, manifestement dépourvue de toute considération d'équité, et qui serait à la longue délétère pour l'entreprise elle-même (*ibid.*, p. 37).

Qu'en est-il des grandes entreprises belges ? Suivent-elles la même tendance ? Le capital est-il mieux rémunéré que le travail ? Prime-t-il sur l'investissement, l'exploitation, et la croissance ? Et quelle est la contribution des sociétés cotées aux finances publiques ?

La présente étude propose un plongeon dans les comptes annuels (sociaux) de trois sociétés belges cotées, à la tête de grands groupes internationaux : Colruyt SA, Solvay SA et UCB SA. Une analyse microéconomique de l'évolution des profits réalisés annuellement entre 2007 et 2023 – des profits, pour une part, conservés dans l'entreprise ; pour une autre, distribués aux actionnaires (ou autres ayants droit).

Mais l'étude des profits (leur montant, origine, répartition) et de leur caractère présumé exorbitant ne peut faire l'économie d'une étude élargie sur le partage de la richesse. Ce partage concerne celles et ceux qui, par leur travail ou leur capital, participent à l'exploitation – cela inclut également les pouvoirs publics. Ce sont les facteurs de production.

Considérations méthodologiques

La valeur ajoutée et son affectation comme indicateur de référence

Point de départ de la recherche : déterminer un indicateur de référence permettant la comparaison des différentes parts de la richesse revenant aux salarié·es, aux prêteurs de capitaux, aux pouvoirs publics, ainsi qu'à l'entreprise et ses actionnaires.

La notion de valeur ajoutée a initialement été développée dans une optique macroéconomique, comme base de calcul du produit intérieur brut (PIB). Au sein d'une économie, le PIB constitue en effet la somme de la valeur ajoutée de chaque entreprise.⁹ Mais le concept vaut également dans une analyse microéconomique, comme mesure de la performance économique globale d'une entreprise. La valeur engendrée par ses activités d'exploitation sert à rémunérer – au prix de marché – les facteurs de production. Une entreprise est ainsi considérée comme performante dès qu'elle engendre globalement assez de richesse (valeur ajoutée) pour les rémunérer, chacun, adéquatement. Le solde qui subsiste après paiement des salaires, intérêts, impôts, ainsi que des amortissements, constitue la part de bénéfice revenant à l'entreprise et ses actionnaires. (*Traité d'analyse financière*, 2022, p. 3.)

La méthode de calcul

Le parcours de quelques ouvrages financiers permet de constater qu'il existe des différences quant à la définition précise et le calcul de la valeur ajoutée, ainsi que des divergences de conception quant à l'importance de cet indicateur dans l'analyse financière d'une entreprise.¹⁰ C'est finalement la conception et la méthode de Hubert Ooghe (Vlerick Business School et Université de Gand, conseiller d'entreprises), Heidi Vander Bauwheide (Université de Gand) et Charles Van Wymeersch (Université de Namur et Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, administrateur de sociétés et conseiller d'entreprises), dans leur *Traité d'analyse financière* (ci-après *Traité*)¹¹, qui nous apparaissent les plus adéquates. Les formules indiquées dans le *Traité* permettent en effet un calcul aisément réalisable de la valeur ajoutée et de son affectation – moyennant l'accès aux comptes annuels des sociétés étudiées.¹²

*

⁹ À la différence du PNB qui mesure la valeur totale de tous les biens et services produits par les ressortissants·es et entreprises d'un même pays (même si elles produisent à l'étranger), le PIB se concentre sur la valeur totale des richesses produites à l'intérieur d'un pays (indépendamment de la nationalité des agents économiques).

¹⁰ Voir à ce propos LURKIN, P., DESCENDRE, N., LIEVENS, D., « La mesure de la valeur ajoutée », *États financiers. Analyse et interprétation*, 1990, pp. 221-228. CERRADA, C., DE RONGÉ, Y., DE WOLF, M., GATZ, M., « Valeur ajoutée brute (« added value ») », *Comptabilité et analyse des états financiers. Principes et applications*, 2014, pp. 232, 238-239. STOLOWY, H., DING, Y., LANGLOIS, G., « Valeur ajoutée », *Comptabilité et analyse financière. Une perspective globale*, 2017, pp. 735-736.

¹¹ Notre étude couvrant la période 2007-2023, nous nous référerons aux éditions du *Traité* de 2006 et de 2022. Cela nous permettra d'analyser les comptes sociaux des sociétés étudiées en tenant compte à la fois de la réforme belge des modèles de comptes annuels (2016), et de l'évolution des normes comptables internationales (IFRS).

¹² Ces comptes sont accessibles sur le site de la Centrale de bilans de la Banque Nationale de Belgique (BNB).

Il existe deux façons de calculer la valeur ajoutée : par son origine ou par son affectation.

La valeur ajoutée calculée selon son origine est obtenue en déduisant de la « valeur de la production », les « consommations intermédiaires ».¹³ La valeur de la production désigne la somme des productions vendues, stockées (les produits en cours de fabrication ou finis, et les commandes en cours d'exécution, dont l'écoulement est proche) et immobilisées (la production d'immobilisations par et pour l'entreprise elle-même). Sont déduites de cette valeur globale de la production, ce que le jargon financier appelle « les consommations intermédiaires », c'est-à-dire *grosso modo* les coûts de production : tout ce que l'entreprise achète à d'autres et utilise dans le cadre de son activité d'exploitation. Cela inclut le coût des approvisionnements et marchandises (matières premières, pièces détachées, fournitures, énergie, *etc.*) d'une part ; ainsi que des services et bien divers (transport, stockage, maintenance, publicité, *etc.*) d'autre part.¹⁴

La différence entre la valeur de la production et les consommations intermédiaires donne ainsi la valeur ajoutée, c'est-à-dire la richesse effectivement créée par l'entreprise. Cette méthode ne nous apprend cependant rien sur la répartition de la valeur ajoutée entre les différents facteurs de production.¹⁵

Il est possible de calculer la valeur ajoutée autrement, en additionnant les charges d'amortissements (et autres charges non décaissées), frais de personnel, charges de la dette (ou coût des capitaux de tiers), charges fiscales, ainsi que la part de la richesse produite revenant à l'entreprise et ses actionnaires. Cette part est appelée dans le *Traité*, le « bénéfice ajouté ».¹⁶

Ce bénéfice sera ensuite partiellement mis en réserve (donc conservé dans l'entreprise) et partiellement distribué (sous forme de dividendes aux actionnaires, voire de tantièmes aux dirigeants ou autres ayants droit). L'étude vise à déterminer si le bénéfice ajouté comptabilise l'ensemble des profits de l'entreprise et de ses actionnaires. Nous verrons que non. Il arrive même que la valeur ajoutée soit insuffisante pour leur permettre de se dégager un bénéfice. Cette « perte ajoutée » (*ibid.*, p. 118) est toutefois loin de signifier une absence de profits.

¹³ Cf. Figure « Origine de la valeur ajoutée de l'entreprise », annexe 2.

¹⁴ Cf. Tableaux « Valeur ajoutée de l'entreprise selon son origine » et « Valeur ajoutée selon l'origine », annexe 3 a) et b).

¹⁵ Cf. Figure « Affectation de la valeur ajoutée », annexe 4.

¹⁶ Cf. Tableaux « Valeur ajoutée de l'entreprise selon son affectation » et « Valeur ajoutée selon l'affectation », annexe 5 a) et b).

Les limites de la méthode

Les auteur·rices du *Traité* identifient quelques limites au concept de valeur ajoutée. En tant qu'indicateur de la richesse produite, la valeur ajoutée n'inclut pas les résultats financiers et exceptionnels, mais reflète uniquement la performance opérationnelle récurrente de l'entreprise.¹⁷ Les profits issus des activités financières (tels que les dividendes reçus des filiales et les plus-values exceptionnelles) ne sont donc pas comptabilisés dans le « bénéfice ajouté ». Ainsi nous verrons que, d'un point de vue microéconomique, l'indicateur de valeur ajoutée ne permet pas de rendre compte de l'ensemble des profits réalisés par les entreprises et leurs actionnaires – biaisant par là-même la comparaison de la rémunération des différents facteurs de production. En se focalisant sur la valeur ajoutée, en effet, l'on sous-estime la plupart du temps la part allouée au capital, et surestime celle allouée à l'État. Cela constitue par ailleurs un enjeu au niveau macroéconomique puisque ces mêmes revenus ne sont pas inclus dans le calcul du PIB, et n'entre que partiellement dans celui du RN.

Autre difficulté : s'il est relativement aisé de calculer la valeur ajoutée d'une entreprise à partir de ses comptes de résultats annuels, le calcul de la valeur ajoutée d'un groupe (société mère et filiales) l'est en revanche beaucoup moins – *a fortiori* si l'information financière du groupe (ce que le jargon nomme « les comptes consolidés ») est établie selon les normes comptables internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*).¹⁸ Non seulement, comme on peut le lire dans le *Traité*, il n'existe pas de schéma normalisé obligatoire pour les états financiers consolidés établis selon les normes IFRS – ce qui entraîne une grande diversité de présentation et de terminologie entre les sociétés (*ibid.*, p. 322) ; mais en plus, les

¹⁷ « La raison se situe avant tout au plan macro-économique. Les dividendes perçus sont du bénéfice distribué par d'autres sociétés et constituent dès lors une part de la valeur ajoutée de celles-ci. En les incluant dans la valeur ajoutée de la société percevant les dividendes, ceux-ci seraient comptés deux fois dans le produit national. Il en va de même des intérêts perçus. (...) Les produits [et charges] financiers ne dérivent pas de l'activité productrice de l'entreprise et ne doivent pas, dès lors, être inclus dans la valeur ajoutée. C'est pour cette même raison que l'on exclut de la valeur ajoutée les éléments non récurrents : produits et charges non récurrents, régularisations d'impôts et reprises de provisions fiscales, impôts sur le résultat d'exercices antérieurs... » (*Ibid.*, p. 119.) Et il en va de même, notons-le, des subsides obtenus des pouvoirs publics : les subsides d'exploitation (et montants compensatoires) sont soustraits des ventes ; les subsides en capital (et en intérêts), en tant que produits financiers, sont *ipso facto* éliminés.

¹⁸ « L'obligation pour les entreprises cotées d'établir leurs comptes consolidés selon les normes IFRS a été introduite en droit belge par l'AR du 18 janvier 2005 relatif à l'application des normes comptables internationales (publié au *Moniteur belge* du 9 février 2005). Depuis l'exercice 2005, les sociétés de droit belge dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé, sont tenues de préparer leurs comptes consolidés en appliquant l'ensemble des normes comptables internationales définies par l'*International Accounting Standards Board* et qui, à la date de clôture du bilan, ont été adoptées par la Commission européenne (AR CSA, art. 3:104, § 3). Du fait de cette réglementation, la vaste majorité des entreprises cotées sur Euronext Brussels publient leurs comptes consolidés selon les normes IFRS. » (*Ibid.*, p. 314.)

charges d'exploitation sont d'abord – en tout cas pour les entreprises étudiées ici – ventilées selon leur fonction, et l'information relevant de leur nature est souvent incomplète. Cette présentation lacunaire et variable rend ainsi difficile, approximatif, voire hasardeux le calcul d'une valeur ajoutée consolidée uniforme pour l'ensemble des sociétés étudiées. Aussi, nous ne tenterons pas ce calcul et nous concentrerons sur les comptes sociaux des sociétés étudiées.

En outre, et surtout – élément décisif du choix méthodologique de focaliser l'analyse sur les comptes sociaux –, en comptabilité, les dividendes distribués aux actionnaires ne dépendent pas (directement) des résultats consolidés, mais bien des bénéfices réalisés par la société mère (et sa politique de distribution). Les résultats consolidés reflètent toutefois la capacité globale du groupe à générer des flux financiers intra-groupe, dont une partie peut remonter à la maison mère et soutenir (indirectement) sa politique de distribution. Par ailleurs, puisque les comptes consolidés reflètent les performances opérationnelles du groupe, ils offrent aux investisseurs (actionnaires), actuels et potentiels, une certaine image de la rentabilité et de la viabilité de leurs investissements, créant ainsi vraisemblablement des attentes quant à la hauteur, la fréquence et l'évolution de leurs rentes. Aussi, nous nous référerons aux résultats consolidés à chaque fois que cette information apportera un éclairage utile à l'analyse.

Les entreprises

Colruyt SA (numéro d'entreprise BE 0400.378.485) – ou plus exactement ETN Franz Colruyt NV (Etablissementen Franz Colruyt *naamloze vennootschap* [société anonyme], devenue Colruyt Group NV le 10 octobre 2023) – constitue une société d'exploitation, spécialisée dans la grande distribution. Son siège social se situe à Hal. Fondée en 1950, la société est cotée sur Euronext Bruxelles depuis 1976. Elle intègre le Bel 20¹⁹ en 1993, mais en est éjectée en 2023 en raison d'une forte baisse de sa capitalisation boursière et de la chute de ses résultats consolidés depuis 2021 (EBIT et profit avant/après impôts) – et ce, malgré les performances de la maison mère (*infra*). En 2024, Colruyt SA détenait une centaine de filiales localisées essentiellement en Belgique, France et Luxembourg, mais également au Portugal, en

¹⁹ Le Bel 20 est l'indice boursier de référence de la Bourse de Bruxelles. Il regroupe les vingt sociétés cotées sur Euronext Bruxelles dont la capitalisation boursière flottante et la liquidité sont les plus importantes en Belgique.

Roumanie, au Congo, au Sénégal, à Hong Kong et en Inde. Au 31 mars 2024²⁰, Colruyt SA employait environ 11.460 équivalents temps plein (ETP) – 32.103 à l'échelle du groupe.

Solvay SA (BE 0403.091.220) constitue ce que l'on appelle une société holding « mixte » (ou « impure », selon la définition de Christian Chéry et Christophe Laurent, 2008).²¹ La société mère exerce donc deux types d'activité : des activités financières d'abord (conformément à sa fonction de holding)²² ; et des activités d'exploitation (industrielles) dans le secteur chimique. Conjointement, le groupe était également actif dans le secteur pharmaceutique jusqu'en 2009 et plastique jusqu'en 2016. Son siège social se situe à Bruxelles. Fondée en 1863, Solvay SA est cotée sur Euronext Bruxelles depuis 1967, et sur Euronext Paris depuis 2012. La société figure au Bel 20 depuis 1991, année de création de l'indice. Elle a en outre fait partie du CAC 40 de 2012 à 2018. Elle en est sortie en raison de la diminution de la valeur de son action et des volumes d'échanges. En 2022, Solvay détenait environ cent-cinquante filiales (environ quatre-vingt l'année suivante, après la scission), localisées dans le monde entier (Europe, Argentine, Brésil, USA, Canada, Inde, Chine, Japon, Corée du Sud, Émirats arabes unis, Afrique du Sud, *etc.*) Au 31 décembre 2022, la société mère employait 761 ETP (726 après la scission), et environ 21.930 à l'échelle du groupe (9.043 en 2023).

UCB SA (BE 0403.053.608) constitue quant à elle une société holding « pure » (Chéry, 2008), à la tête d'un grand groupe biopharmaceutique spécialisé dans le domaine de la neurologie et de l'immunologie. En tant que holding, la société mère n'exerce aucune activité d'exploitation (elle ne produit rien) et ne réalise donc pas de chiffre d'affaires. Son siège social se situe à Bruxelles. Fondée en 1928, UCB SA est cotée sur Euronext Bruxelles et fait partie du Bel 20 depuis 1991. En 2023, la société comptait environ septante filiales, localisées dans le

²⁰ Notons déjà que les exercices comptables de Colruyt SA et Colruyt Group débutent le 1er avril et s'achèvent le 31 mars de l'année suivante. Pour Solvay et UCB, les exercices comptables correspondent à l'année civile.

²¹ « On distingue ainsi souvent les sociétés holdings en fonction de leurs activités. Une société holding dite *pure* a pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de sociétés tandis qu'une société holding dite *impure* (aussi appelée *mixte* ou *d'exploitation*), outre la gestion de son portefeuille, exerce une activité industrielle ou commerciale, et perçoit des revenus autres que ceux provenant de la gestion de ses participations. Les sociétés holdings peuvent en outre être spécialisées dans un secteur donné : assurances, banques, entreprises de service public, *etc.* » (CHERY, Ch., LAURENT, Ch., *Le régime fiscal des sociétés holdings en Belgique*, 2008, p. 31.)

²² Est considérée comme société holding : « toute société dont l'objet principal ou accessoire est de détenir, gérer, acquérir et céder des participations majoritaires et/ou minoritaires dans d'autres sociétés belges et/ou étrangères, liées ou non par une communauté d'intérêts, et qui, de ce fait, est amenée à encaisser des dividendes, à réaliser des plus-values sur actions ou parts, à acter des réductions de valeur ou des moins-values sur actions ou parts et à supporter, notamment, des frais financiers et des frais de gestion se rapportant à ses participations ». (GEENS, K., HELLEMANS, F., HAELTERMAN, A., BEVERNAGE, P., « Juridische instrumenten tot verankering van Belgische ondernemingen », *Nieuw Tijdschrift voor Politiek*, 1995, n° 3, p. 9. Cité par Chéry, *op., cit.*, pp. 34-35.)

monde entier (principalement en Belgique, Allemagne, Chine, USA, Irlande, UK et Suisse). Au 31 décembre 2023, UCB SA employait 187 ETP (8.745 à l'échelle du groupe).

Le cadre temporel

Depuis 2008, le monde a connu une succession de crises (financière, économique, écologique, sanitaire, énergétique). Quel fut l'impact de cette conjoncture difficile sur l'évolution des profits, ainsi que sur les salaires, l'endettement et les taux d'intérêt, et les charges fiscales des entreprises ? Pour répondre à cette question, nous choisissons d'étendre la recherche de 2007 à 2023.

Remarques préliminaires

La valeur ajoutée permet de chiffrer la richesse produite par une entreprise à travers ses activités d'exploitation. Si cet indicateur s'avère particulièrement pertinent pour l'analyse des sociétés dites « opérationnelles », il présente une portée plus limitée dans le cas des holdings (sociétés dites « financières »). Or, parmi les entreprises étudiées, deux constituent des holdings – ce qui pose d'emblée la question de la validité de l'usage de la valeur ajoutée dans leur analyse. Ce choix, pleinement assumé, s'explique par l'objet de ce mémoire : il ne s'agit pas strictement de s'intéresser à la création de richesse, mais d'explorer la manière dont celle-ci – quelle qu'en soit la source (opérationnelle ou financière, résultant de l'exploitation ou de dividendes, intérêts, plus-values) – est redistribuée entre les agents économiques (salarié·es, prêteurs, État et actionnaires). Les holdings, même si leur contribution à la valeur ajoutée est moindre ou d'une autre nature, participent à cette répartition en rémunérant du personnel, en recourant aux emprunts de capitaux et en payant des impôts sur leurs revenus. L'étude de la répartition de la richesse produite par les holdings offre ainsi un éclairage complémentaire à l'analyse de leurs profits, parce qu'elle leur offre des éléments de comparaison utiles.

Soulignons enfin que le présent travail ne constitue pas une analyse financière au sens « classique » du terme (Ooghe *et al.*, 2022, p. 6), c'est-à-dire au sens d'une évaluation du succès (historique et futur) et de la viabilité économique des sociétés étudiées ; une analyse axée sur les indicateurs traditionnels de valeur ajoutée, rentabilité, solvabilité et liquidité.²³ Pareille

²³ Pour une définition de ces indicateurs, voir OOGHE *et al.*, *op. cit.*, 2022, pp. 5-8.

analyse serait destinée à offrir une information financière d'intérêt pour les différentes parties prenantes (actionnaires, prêteurs et autres créanciers, travailleur·ses, pouvoirs publics et tribunaux, dirigeants d'entreprise). Ce n'est pas le projet. La démarche adoptée vise plutôt à interroger le montant, l'origine et la répartition des profits de trois sociétés (et leurs actionnaires) en mobilisant les ressources de l'analyse financière. L'approche se veut critique : peut-on, au regard du partage de la valeur ajoutée (en particulier au regard des salaires et des impôts sur le résultat) qualifier ces profits d'exorbitants ? Ou bien le partage est-il équitable ?

*

La valeur ajoutée des sociétés étudiées, ainsi que son affectation ont été calculées avec la plus grande rigueur, conformément aux formules du *Traité*. Les données utilisées proviennent des comptes sociaux déposés à la Centrale des bilans de la BNB. Nous nous référerons également aux données issues des comptes consolidés publiés dans les rapports annuels. Ces rapports sont disponibles pour téléchargement sur le site internet des entreprises.

Notons que Bel-first publie également des informations sur la valeur ajoutée des sociétés mères. Cependant, ces valeurs ne correspondent pas tout à fait à celles obtenues dans le cadre de nos propres calculs, probablement en raison de différences de périmètre ou de méthode de calcul non explicitée dans la documentation consultée. Afin de garantir la cohérence interne de notre analyse et la comparabilité des données entre sociétés, nous choisissons de retenir uniquement les valeurs calculées selon la méthodologie adoptée.

Afin de garantir la transparence et la reproductibilité de notre démarche, l'ensemble des calculs présentés dans ce travail est détaillé dans des encadrés insérés au fil du texte. D'autres points théoriques nécessaires à la compréhension sont également regroupés dans ces encadrés afin de faciliter la lecture.

La valeur ajoutée

À partir des formules issues du *Traité d'analyse financière* et des données issues des comptes sociaux, nous réalisons le calcul de la valeur ajoutée brute et nette de Colruyt SA, société mère de Colruyt Group.

Entre 2007 et 2023, la valeur ajoutée brute fluctue entre 776,3 et 1.619,1 millions d'euros. À titre de comparaison, le chiffre d'affaires annuel de la société oscille entre 4,07 et 7,47 milliards d'euros. Notons qu'un record de ventes n'entraîne pas nécessairement une valeur ajoutée record : en 2022-2023, Colruyt SA réalise son plus haut chiffre d'affaires, mais sa meilleure valeur ajoutée date de 2012-2013 (avec un chiffre d'affaires de 5,72 milliards d'euros, un résultat bien inférieur à ceux réalisés par la suite). Ce qui détermine la hauteur de la valeur ajoutée, c'est donc moins le volume des ventes que l'écart entre la valeur totale de la production et le coût des consommations intermédiaires (*supra*, p. 12).

À l'aide du graphique C. 1, nous constatons une corrélation quasi parfaite entre la valeur ajoutée brute et nette de la SA.

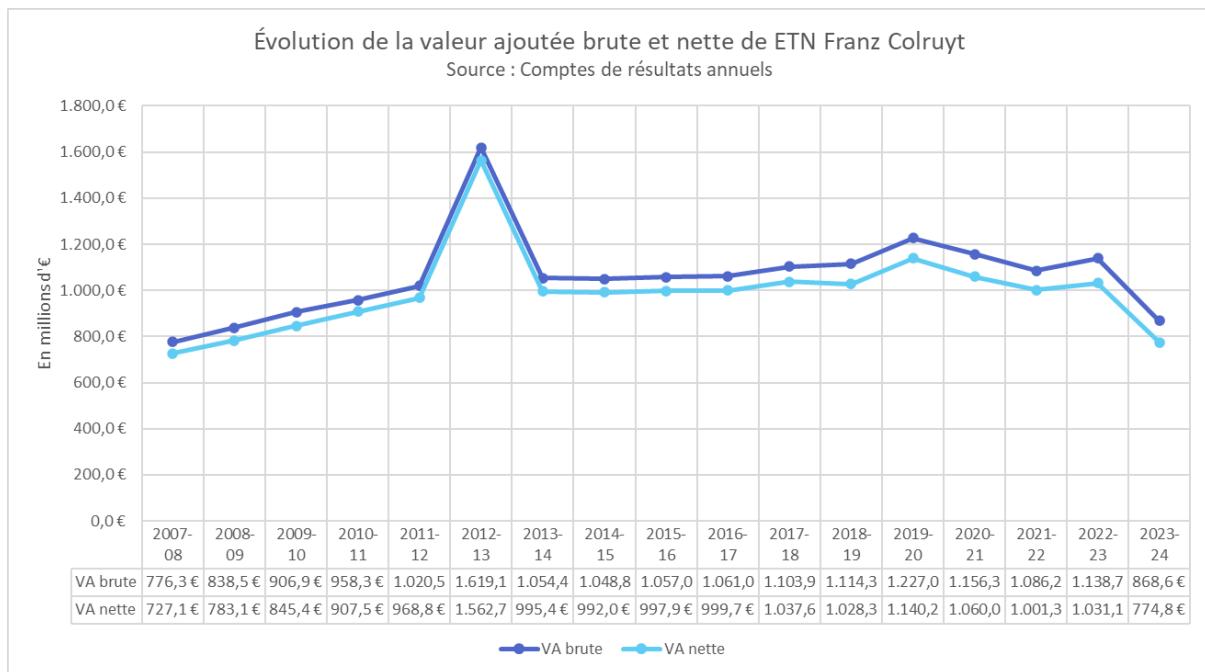
Encadré I : VA brute et VA nette

La valeur ajoutée nette s'obtient en déduisant de la valeur ajoutée brute le montant des amortissements d'exploitation et autres charges non décaissées (hors provisions pour pensions et subsides).²⁴ (*Traité*, 2022, p. 116.) Des amortissements en hausse entraînent un écart plus prononcé entre les deux courbes.

La relative stabilité de la proportion des amortissements d'exploitation entre 2007 et 2018 semble être le signe, au regard des bons résultats de Colruyt SA, d'une bonne gestion des actifs et d'une stratégie d'investissements adaptée. La hausse progressive de cette proportion à partir de 2018 (+ 19,7 millions d'euros par rapport à 2017) semble refléter une phase d'expansion et de renouvellement technologique pour la société

Graphique C. 1

²⁴ En excluant du calcul les provisions pour pensions et subsides, on exclut, d'une part, les engagements financiers futurs de l'entreprise qui ne sont pas directement liés à la perte de valeur des actifs immobilisés ; et d'autre part, les aides financières à venir, allouées pour compenser une partie des coûts d'acquisition d'immobilisations. Autrement dit, en excluant les provisions et les subsides, l'objectif est d'obtenir une vision plus précise de la perte de valeur des actifs d'exploitation, ce qui aide à mieux évaluer la performance opérationnelle de l'entreprise.



Entre l'exercice 2007-2008 et l'exercice 2020-2021, valeur ajoutée brute et nette progressent et ne semblent pas affectées par la conjoncture économique si ce n'est positivement. Ainsi, entre 2007 et 2012, chacune croît de plus de 30 %. Plus que cela, durant l'exercice 2012-2013, en pleine crise économique mondiale (la crise de la dette publique qui a particulièrement affecté la zone euro, prolongeant la crise des *subprimes* de 2008), Colruyt SA enregistre des résultats opérationnels records (+ 58,7 % de valeur ajoutée brute par rapport à l'exercice précédent, et + 61,3 % de valeur ajoutée nette). Ceux-ci retombent à la normale l'exercice suivant, mais poursuivent leur progression – quoique plus lentement : + 5,3 % de valeur ajoutée brute entre 2013 et 2019, + 3,3 % nette. Un autre pic (moins prononcé toutefois que le précédent) est réalisé en 2019-2020, « au confluent » de deux autres crises : les manifestations des Gilets Jaunes et l'émergence de la crise du COVID-19.

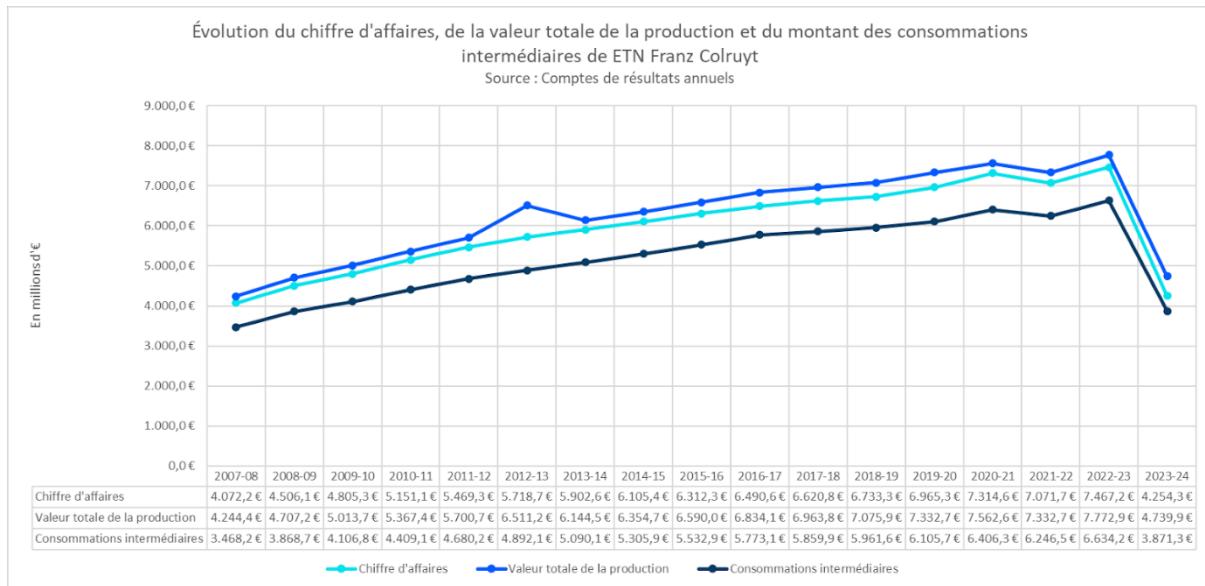
Les courbes baissent légèrement lors des trois exercices suivants, tandis que le chiffre d'affaires atteint des records en dépassant les sept milliards d'euros. En revanche, en 2023-2024, Colruyt SA connaît une chute de plus de 20 % de sa valeur ajoutée, corrélativement à la chute de 43 % de son chiffre d'affaires (qui a atteint son niveau le plus bas depuis quinze ans).²⁵

Si jusqu'à l'exercice 2019-2020, les différentes crises mondiales qui se sont succédé n'ont donc jamais affecté significativement la valeur ajoutée de l'entreprise, elles n'ont pas

²⁵ Cette chute s'explique par la restructuration opérée en 2023. Celle-ci s'est soldée par un licenciement collectif et la fermeture de certains magasins Dreamland et Dreambaby, filiales du Groupe. (Colruyt Group, RA 2023/24, « Dreambaby », p. 62, « Dreamland », p. 63.)

davantage affecté (négativement) le chiffre d'affaires qui ne fait que croître (*cf.* graphique C. 2). Sa progression se poursuit même jusqu'en 2022-2023, et ce malgré une légère baisse de 3,3 % l'année précédente et malgré un ralentissement progressif depuis 2012.²⁶ De la même manière, Colruyt SA n'a pas connu d'augmentation significative du montant de ses consommations intermédiaires (malgré la hausse des prix des matières premières et des énergies). Leur croissance tend même à ralentir au fil des exercices.²⁷ Une maîtrise des résultats vraisemblablement liée à des stratégies de gestion qui ont fait contrepoids.

Graphique C. 2



En 2023, pourtant, la société est éjectée du Bel 20 – le groupe ayant été davantage affecté par la crise sanitaire et énergétique. Entre 2020 et 2023, Colruyt Group a en effet subi une baisse de plus de 50 % de ses résultats (EBIT, bénéfice avant impôts et bénéfice net). Des pertes soldées par une forte baisse de sa capitalisation boursière. En 2023-2024, toutefois le groupe voit ses résultats remonter significativement : + 87,2 % d'EBIT, + 386,3 % de bénéfice avant impôts et + 423,9 % de bénéfice net en raison d'une plus-value exceptionnelle réalisée par une filiale.²⁸ Une progression de courte durée puisque ces résultats retombent l'année suivante.

²⁶ La variation annuelle moyenne du chiffre d'affaires est de + 7,7 % entre 2007 et 2012, + 3,7 % entre 2012 et 2016, + 2,2 % entre 2016 et 2019. La croissance accélère à nouveau à partir de 2019 mais de façon plus volatile avant de chuter de 43 % en 2023-2024.

²⁷ La variation annuelle moyenne des consommations intermédiaires est en effet de + 7,8 % entre 2007 et 2012 ; + 4,3 % entre 2012 et 2017 ; + 1,9 % entre 2017 et 2020. L'augmentation de leur coût réaccélère toutefois entre 2020 et 2023 (parallèlement au chiffre d'affaires et à la production), mais de façon plus volatile, avant de chuter de 41,7 % lors du dernier exercice – une chute corrélative de la baisse de la production.

²⁸ Virya Energy – une société belge d'investissement spécialisée dans les énergies renouvelables, et détenue majoritairement par Colruyt Group – a vendu l'une de ses filiales, Parkwind (société belge spécialisée dans l'éolien offshore), à JERA (un groupe énergétique japonais). Cette vente a généré une plus-value de 709,1 millions d'euros,

Encadré 2 : EBIT

L'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*, ou « bénéfice avant intérêts et impôts ») est un indicateur internationalement reconnu qui mesure la performance opérationnelle d'une entreprise. Pour un groupe, il correspond *grosso modo* au résultat d'exploitation consolidé.²⁹

Les résultats financiers et exceptionnels

Encadré 3 : Résultats financiers et exceptionnels

Indépendamment de ses activités d'exploitation, toute grande entreprise réalise également des activités de gestion financière. Parmi elles, des placements à court et à long terme pour générer des produits, des revenus financiers (des intérêts sur prêts ou des dividendes sur participations dans des filiales, par exemple). L'entreprise peut également contracter des emprunts pour augmenter ses liquidités et ainsi financer des investissements. Ces emprunts génèrent alors des charges financières (intérêts sur emprunts ou dettes).

À la différence du résultat d'exploitation qui mesure la rentabilité des activités principales de l'entreprise (la production et la vente d'un bien ou d'un service), le résultat financier offre un aperçu de la gestion de son capital et de ses ressources financières. Cette distinction permet d'avoir une vision complète des performances économiques globales de l'entreprise, au-delà donc de sa seule activité opérationnelle.

Quant au résultat exceptionnel, il permet de rendre compte de l'impact monétaire des événements non récurrents sur l'entreprise, c'est-à-dire les événements ne faisant pas partie de ses activités régulières. Ces événements exceptionnels peuvent être d'ordre opérationnel (la vente d'un site de production, par exemple, ou une restructuration de l'entreprise) ou financières (le rachat de dettes, ou encore la cession d'une participation importante dans une filiale). Le résultat exceptionnel comptabilise des produits exceptionnels (des reprises

comptabilisée comme quote-part dans le résultat groupe. (Colruyt Group, RA 2023/24, « Compte de résultats consolidé », p. 26.)

²⁹ Précisons que, même s'il est largement utilisé dans l'analyse financière internationale et calculé à partir des états financiers (présentés selon les normes IFRS), l'EBIT n'est pas officiellement défini dans les textes de normes comptables internationales. Sa définition et sa présentation peuvent donc varier selon les analystes ou les entreprises. Par exemple, le *Traité* inclut dans l'EBIT certains produits financiers récurrents (comme les dividendes perçus) et des éléments non récurrents, tout en précisant qu'il s'agit de la performance économique de l'entreprise, indépendamment de sa structure financière (2022, p. 71). À l'inverse, d'autres ouvrages tels que *Comptabilité et analyse financière* (H. Stolowy *et al.*, 2017, p. 737), définissent l'EBIT comme le résultat de l'exploitation normale, excluant les éléments financiers et exceptionnels.

d'amortissements, de réduction de valeur ou de provision, des plus-values sur la réalisation d'actifs, *etc.*) et des charges exceptionnelles (amortissements et réductions de valeur non récurrentes, provisions pour risques, moins-values sur réalisation d'actifs, *etc.*).³⁰

À la lecture des comptes de résultats annuels de Colruyt SA, nous constatons des résultats financiers (récurrents) majoritairement négatifs (dix cas sur dix-sept, *cf.* graphique C. 3). Globalement, la société subit donc des charges financières supérieures à ses produits.

Cette part importante de charges dans les résultats financiers s'explique essentiellement par un endettement (et des charges d'intérêts) élevé. Entre 2007 et 2012, les dettes (code comptable 650) de Colruyt SA oscillent entre 55 et 100 millions d'euros. La moyenne pour cette période s'élève à 57,2 millions d'euros suite à une baisse en 2009 et 2010.³¹ Depuis, la charge des dettes de l'entreprise augmente quasi constamment pour atteindre 145 millions d'euros en 2022-2023. Entre 2012 et 2024, leur moyenne s'élève à 117,7 millions d'euros.

À titre de comparaison, les produits financiers (les retours sur investissements, ou *produits des immobilisations financières*, code 750), plus volatiles, fluctuent à la baisse de 71 à 2 millions d'euros entre 2007 et 2012 (chutant même à 0,3 millions d'euros en 2008-2009). La moyenne pour cette période est de 27,7 millions d'euros. Par la suite, le montant de ces revenus financiers connaît trois pics importants : le premier en 2014-2015 (163 millions), le second en 2019-2020 (417 millions), et le troisième, vertigineux, en 2023-2024 (1.584 millions d'euros).³²

Ce sont ces produits qui constituent l'essentiel des revenus financiers (récurrents) de Colruyt SA. Ces produits sont généralement stables puisqu'ils proviennent d'investissements

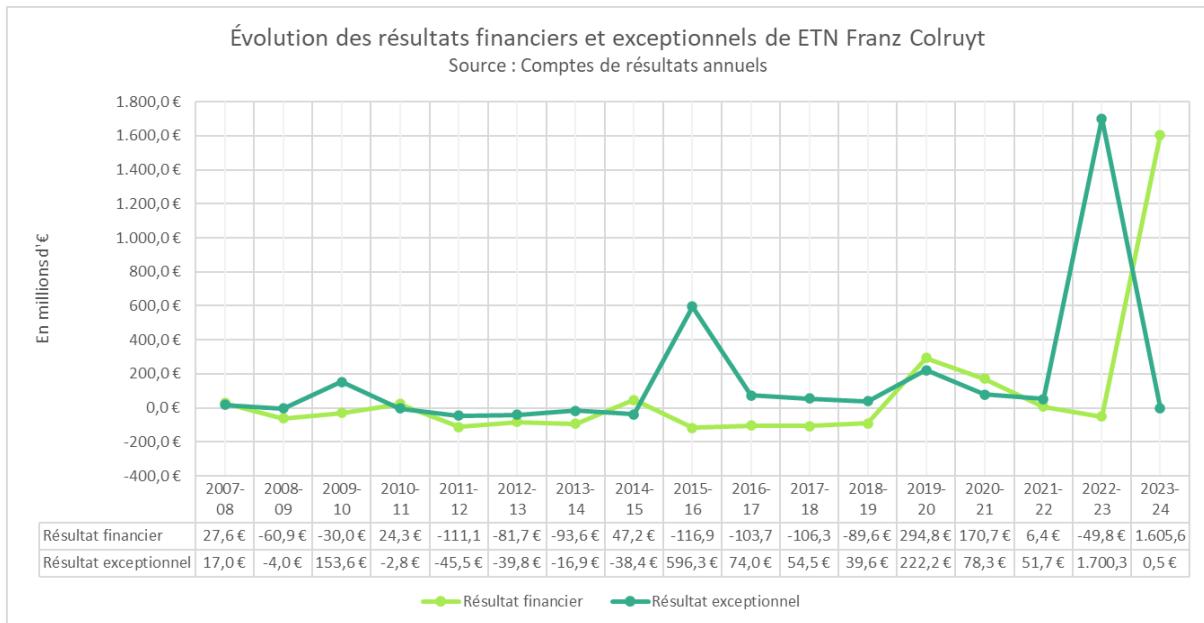
³⁰ Notons qu'avant la réforme belge des modèles de comptes sociaux de 2016 (mise en œuvre afin d'harmoniser les pratiques comptables au niveau européen), le résultat exceptionnel (produits [code 76] moins charges [code 66]) et le résultat financier (produits [75] moins charges [65]) étaient deux catégories distinctes dans le compte de résultats, après le résultat d'exploitation. Cette distinction permettait aux parties prenantes d'évaluer distinctement les performances récurrentes (opérationnelle et financière) de l'entreprise sans que des événements rares ou isolés n'influent sur l'analyse. Avec la réforme, cette catégorie « exceptionnelle » a été supprimée – ou plutôt remaniée – pour encourager une présentation plus transparente des sources de revenus de l'entreprise. Les éléments dits « non récurrents » (et non plus « exceptionnels ») sont désormais comptabilisés et intégrés au compte de résultats suivant leur nature : opérationnelle (codes 76A et 66A) ou financière (codes 76B et 66B). Les éléments non récurrents deviennent ainsi une sous-catégorie à la fois du résultat d'exploitation et du résultat financier, au même titre que les éléments récurrents. Dans ce travail toutefois, afin de ne pas alourdir les graphiques, nous gardons l'appellation « exceptionnel » également pour les comptes d'après 2016. Nous veillons à ce que, pour chacun des dix-sept exercices étudiés, cette catégorie comptabilise bien l'ensemble des produits et charges non récurrentes (tant opérationnelles que financières), et que soient déduits, à partir de 2016, les éléments non récurrents des résultats d'exploitation et financiers.

³¹ 34 millions d'euros en 2009 ; 36 millions en 2010.

³² Notons qu'en 2023-2024, à côté de la croissance vertigineuse des produits des immobilisations financières, les produits des actifs circulants de Colruyt SA (revenus des placements à court terme) augmentent également.

stratégiques à long terme. Divers facteurs peuvent toutefois expliquer leurs fluctuations importantes, comme une hausse des dividendes perçus par la société de ses différentes participations, une revalorisation des titres, des ajustements de stratégie financière, *etc.*

Graphique C. 3



Quant aux produits exceptionnels, ils sont dus – du moins, cela est certain à partir de 2016 – à d’importantes plus-values sur des actifs financiers (vente de participations dans une filiale, cession de titres, *etc.* – compte 7631). Autrement dit, c’est bien à partir d’opérations financières stratégiques, sporadiques, que la société réalise des gains exceptionnels. Sans enfoncer des portes ouvertes, nous insistons : ces gains, Colruyt SA en a réalisés à onze reprises sur les dix-sept derniers exercices – même si certains furent plus importants que d’autres. Ces opérations financières « exceptionnelles » constituent donc de réelles sources de revenus pour l’entreprise, en plus de ses activités d’exploitation – déjà rentables.

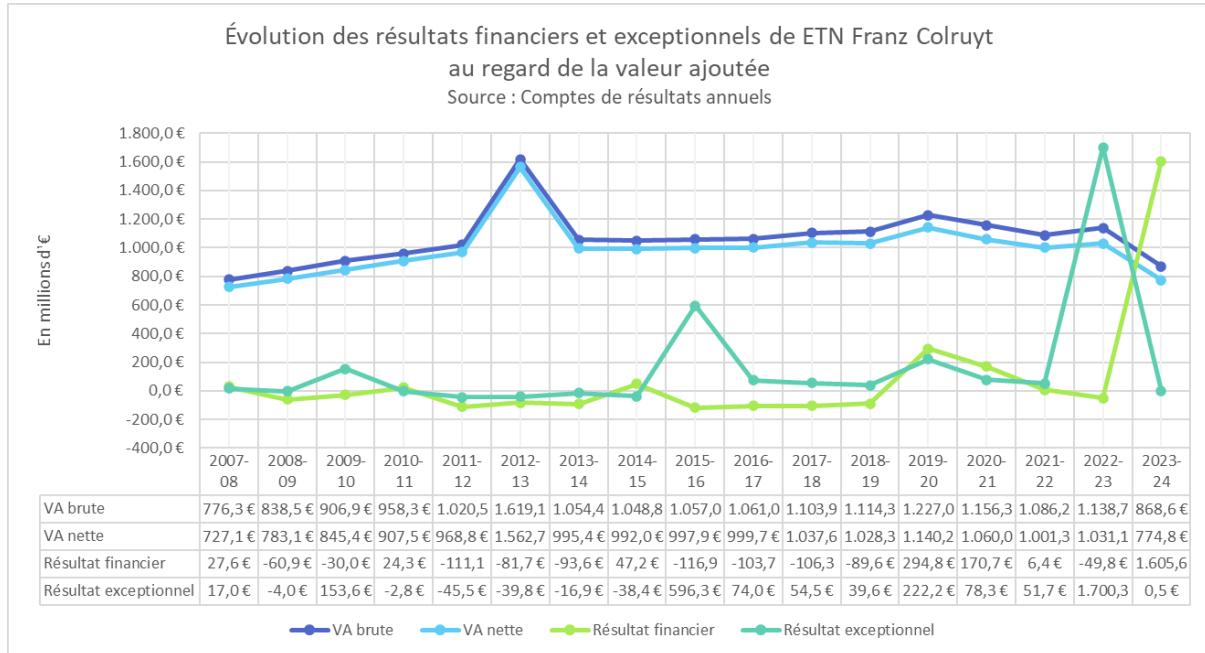
Notons enfin que la plus-value exceptionnelle de près de 1.608 millions d’euros réalisée en 2022-2023 n’est pas due à une réalisation d’actifs financiers (comme ce fut le cas pour les plus-values précédentes), mais bien à un autre type d’opération financière (compte 769) : la restructuration à venir de l’entreprise.

La richesse globale créée par Colruyt SA

Le constat est flagrant (*cf. graphique C. 4*) : à l’exception du résultat exceptionnel réalisé en 2022-2023 et du résultat financier réalisé l’exercice suivant, la valeur ajoutée annuelle de

Colruyt SA est toujours largement supérieure. Autrement dit, les activités opérationnelles de la société constituent sa principale source d'enrichissement. Autrement dit encore, c'est bien d'abord et surtout grâce à ses activités d'exploitation que Colruyt SA crée de la richesse.

Graphique C. 4

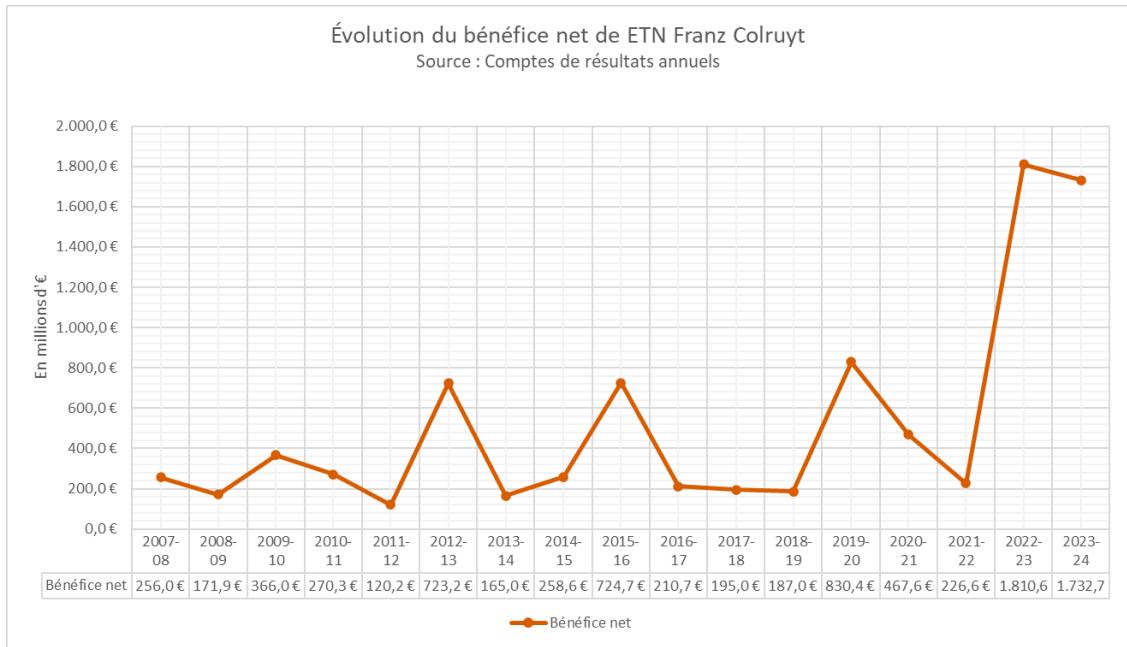


Depuis 2007, malgré la conjoncture difficile, cette richesse croît quasi constamment ; elle ne semble donc pas être affectée significativement par les différentes crises. Sa baisse progressive depuis 2020 est donc à relativiser. Cette baisse s'opère alors que l'entreprise réalise des chiffres d'affaires records (sauf en 2023-2024). Colruyt SA bénéficie donc d'une demande élevée (elle réalise beaucoup de ventes), ce qui lui permet de faire face à la hausse des coûts de production (les consommations intermédiaires).

Par ailleurs, il s'agira de voir, dans les prochaines pages, qui « subit » cette baisse de valeur ajoutée et qui ne la subit pas. Nous verrons que le personnel de Colruyt SA est épargné puisqu'il bénéficie de la plus grande part de la richesse produite. *A contrario*, l'entreprise et ses actionnaires voient leur part (le « bénéfice ajouté ») diminuer progressivement.

Pourtant, si l'on tient compte des résultats financiers et exceptionnels, on constate que Colruyt SA est loin d'être en reste. C'est bien elle qui se taille la part du lion avec un bénéfice net (code comptable 9904) qui, en dix-sept ans, passe de 256 millions à 1,73 milliard d'euros (malgré une progression en dents de scie, cf. graphique C. 5).

Graphique C. 5



La répartition de la valeur ajoutée de Colruyt SA

Jusqu’ici, nous avons calculé et envisagé la valeur ajoutée comme la différence entre la valeur de la production et le montant des consommations intermédiaires. Envisageons-là, à présent, selon l’autre prisme : non plus selon son origine, mais selon son affectation.

Pour rappel, le *Traité* identifie quatre affectations possibles, quatre porteurs de cette valeur ajoutée : les quatre facteurs de production que sont les travailleur·ses, l’entreprise et ses actionnaires (se partageant la même part), les prêteurs de capitaux, et l’État.

Le personnel

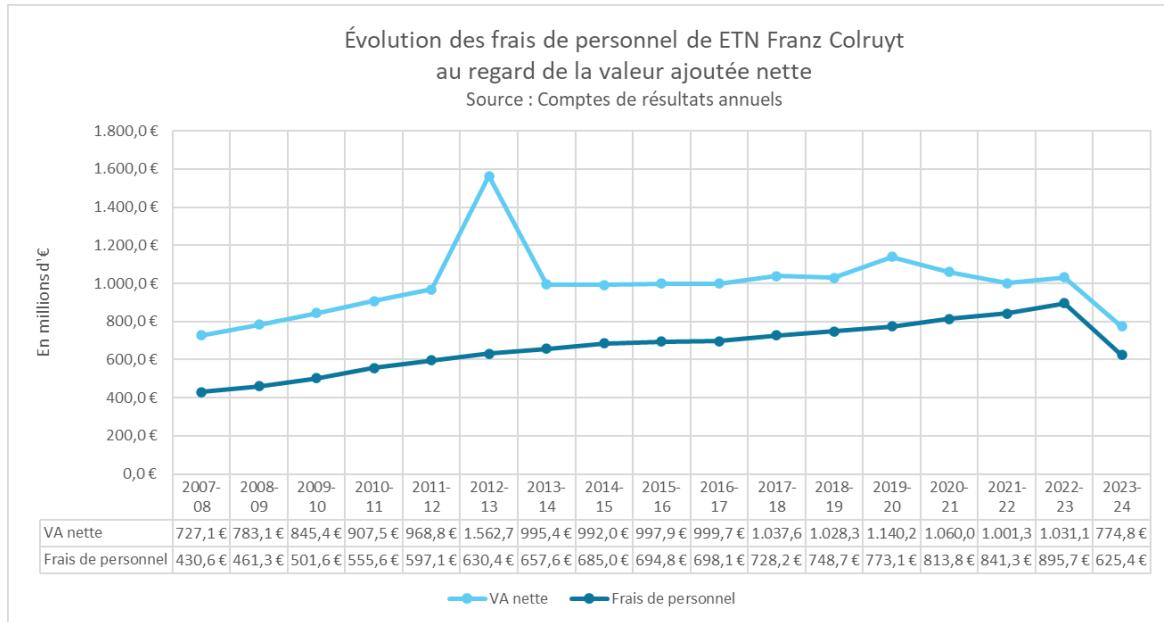
Encadré 4 : Calcul des frais de personnel

Conformément à ce qu’indique le *Traité*, nous calculons la part affectée au personnel en additionnant pour chaque exercice le montant alloué aux *rémunérations, charges sociales et pensions* (code comptable 62 du compte de résultats) et celui des *provisions pour pensions* (code 635). (*Traité*, 2006, p. 252 ; 2022, p. 122.)

Le résultat est sans appel : des frais de personnel en constante augmentation depuis 2007 – à l’exception de la baisse de 2023-2024 (- 30 %). Cette baisse, corrélative de la baisse de la valeur ajoutée (- 25 %), s’explique par à la restructuration de l’entreprise (*cf.* graphique C. 6).

La progression des charges de personnel est liée à l'évolution croissante – quoique non linéaire – des effectifs de la société. Globalement, entre 2007 et 2022, l'effectif moyen a augmenté de près de 7.732 personnes, passant de 11.028 à 18.760 ETP, avant de tomber à 11.460 suite à la restructuration.³³

Graphique C. 6



Au regard du graphique, trois choses sont à noter.

D'abord, le montant des frais de personnel est toujours inférieur à celui de la valeur ajoutée. Ce constat, loin d'enfoncer une porte ouverte, permet au moins d'affirmer que la richesse créée par l'entreprise à travers son exploitation suffit à rémunérer les travailleur·ses. Nous verrons que ce n'est pas toujours le cas. Colruyt SA semble donc être une entreprise opérationnellement rentable et productive : elle a les moyens de couvrir ses coûts salariaux tout en générant une marge pour ses autres charges, voire également pour se dégager un bénéfice.

Pourtant, nous observons aussi que, au fil des exercices, l'écart entre la valeur ajoutée et les frais de personnel diminue. Autrement dit, la part allouée aux travailleur·ses augmente – ou, pour le dire encore autrement, la rémunération du travail constitue une part de plus en plus importante dans le partage de la valeur ajoutée : de 59,2 % en 2007-2008, elle passe à 86,9 % en 2022-2023 (avant de descendre à 80,7 % avec la restructuration). *A priori*, cette tendance pourrait traduire une dynamique positive de redistribution de la richesse créée en faveur des salarié·es (via le recrutement), dans une perspective – *a priori* toujours – éthique et sociale.

³³ ETN Franz Colruyt, *Jaarrekening*, 2007-2023, « Sociale balans ».

Cette lecture, quoique plausible, n'est pas la seule à envisager. La diminution de l'écart entre valeur ajoutée et charges salariales peut également traduire une diminution de l'efficience des processus de production. Au regard du taux de croissance annuel composé (ou CAGR, *Compound annual growth rate*)³⁴, on constate que les frais de personnel augmentent plus vite que la valeur ajoutée (les gains de productivité) : entre le premier et l'avant-dernier exercice, en moyenne + 5 % de croissance annuelle pour l'un, + 2,36 % pour l'autre. Ce décalage reflète au moins trois choses : une baisse des performances opérationnelles, d'abord (le produit de l'exploitation n'est pas à la hauteur de la masse salariale engagée) ; des difficultés à répercuter la hausse des coûts salariaux (et autres coûts d'exploitation) sur les prix de vente, ensuite ; enfin et corrélativement, une baisse progressive des marges bénéficiaires. Cette explication semble d'autant plus convaincante au regard de la conjoncture de ces dernières années (ralentissement économique et contexte de concurrence accrue), et de la restructuration opérée en 2023.

Dernier constat (qui prolonge le précédent) : malgré leur croissance et leur rapprochement progressif, les deux courbes ne sont ni parfaitement corrélées, ni symétriques. Ceci est significatif au regard des pics de valeur ajoutée réalisés en 2012-2013 et en 2019-2020 : la part affectée au personnel n'a pas augmenté proportionnellement. Autrement dit, ce ne sont pas les travailleur·ses qui bénéficient des suppléments de richesse produits ; ce ne sont pas eux qui sont récompensés lors d'exercices exceptionnels. Et de fait, le taux de variation annuelle des frais de personnel était de + 5,6 % en 2012-2013 (il était de + 7,5 % l'année précédente, et de + 4,3 % l'année suivante), alors que la valeur ajoutée crût de 61,3 %.³⁵

Après analyse, il semble que la stratégie de Colruyt SA en matière de rémunération du personnel repose sur une logique de croissance stable et progressive. Cette croissance n'est pas directement corrélée aux résultats annuels, considérés de façon isolée, mais envisagée dans une perspective globale et à long terme. Si cette stratégie paraît refléter une dynamique positive de redistribution, elle pose question : qu'en est-il des autres coûts (amortissements, intérêts, impôts, dividendes) si les coûts salariaux captent une part toujours plus grande de la valeur ajoutée ? Cette stratégie est-elle soutenable à long terme compte-tenu de la conjoncture ? Il

³⁴ Le CAGR est un outil de mesure de la croissance moyenne d'une valeur au cours d'une période donnée. Il lisse les fluctuations annuelles en supposant une croissance régulière, mais tient compte de l'effet cumulatif. Il se calcule comme suit :

$$CAGR = \left(\frac{\text{Valeur initiale}}{\text{Valeur finale}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

³⁵ En 2019-2020, + 3,3 % de frais de personnel, + 10,9 % de valeur ajoutée nette.

paraît relativement peu vraisemblable qu'une entreprise, *a fortiori* en période de crise, privilégie les travailleur·ses à la bonne santé de ses affaires. De fait, la restructuration opérée en 2023 pourrait traduire une remise en cause de ce partage.

Les capitaux de tiers

Encadré 5 : Calcul du coût des capitaux de tiers

Les tiers désignent les créanciers qui financent l'entreprise sans droit de propriété. Ils prêtent des fonds en échange d'intérêts et d'un remboursement, établis selon des termes prédéfinis contractuellement. À la différence des actionnaires – apporteurs du capital social de l'entreprise et qui en sont, eux, les propriétaires –, les tiers fournissent des capitaux externes qui s'inscrivent au passif dans le bilan comptable de l'entreprise, sous la forme de dettes. Ces capitaux peuvent provenir de banques ou d'institutions financières, de fonds spécialisés, d'investisseurs privés ou institutionnels, d'organismes publics, *etc.* Notons que les subsides étatiques sont ici exclus du calcul dans la mesure où ils ne constituent pas des prêts (l'État ne récupère pas d'intérêts sur ceux qu'il accorde).

Nous calculons la part de la valeur ajoutée revenant aux tiers – via les remboursements et intérêts – conformément au *Traité*, en additionnant pour chaque exercice les *charges des dettes* (code comptable 650 du compte de résultats) et le *montant de l'escompte à charge de la société sur la négociation de créances* (code 653). (*Traité*, 2006, p. 252 ; 2022, p. 122.)

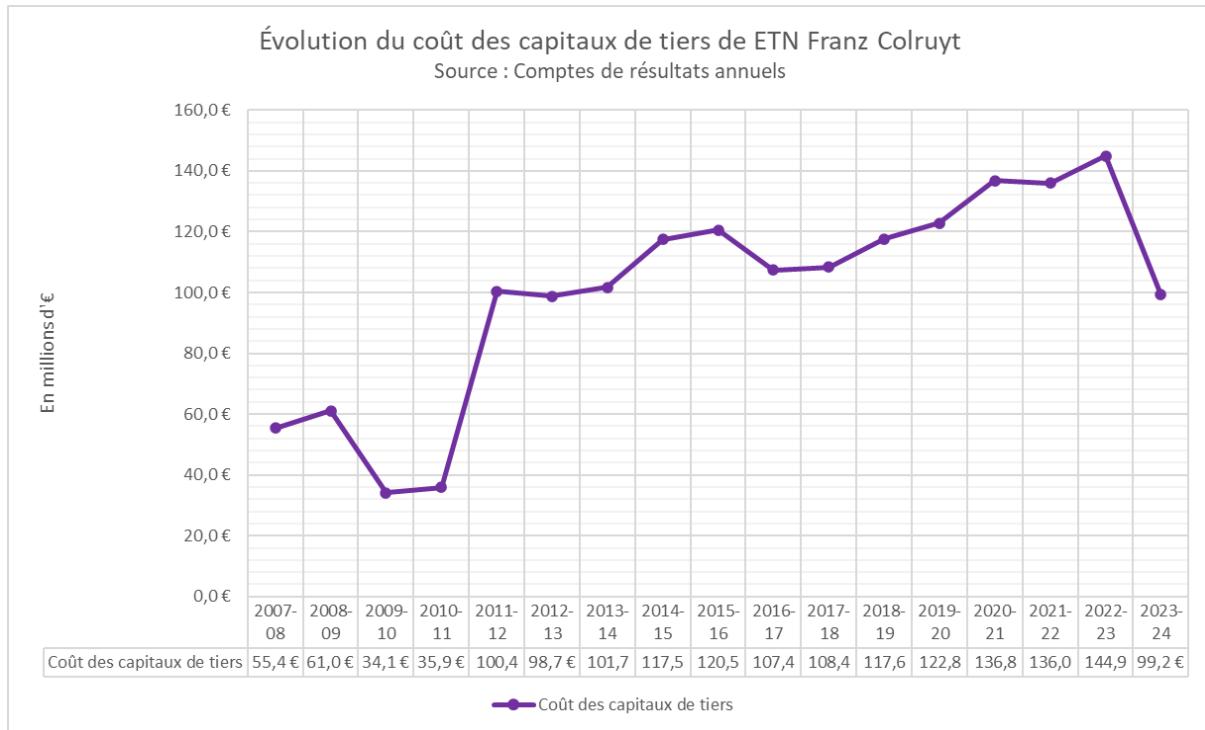
Globalement, le coût des capitaux de tiers de Colruyt SA augmente au fil du temps – en tout cas jusqu'en 2022 (*cf.* graphique C. 7).

Cette hausse – tantôt rapide, tantôt lente – s'explique à la fois par une augmentation des dettes (emprunts), selon une politique de croissance ; et par des fluctuations au niveau des taux d'intérêt. Entre 2010 et 2011, par exemple, au lendemain de la crise de 2008, les taux d'intérêt demeurent encore relativement bas en zone euro (quoique, plus pour très longtemps).³⁶ C'est sans doute ce qui explique (pour une part au moins) le redressement important des emprunts de

³⁶ Cette baisse devait stimuler les investissements et relancer l'économie. Malgré cela, le redressement des investissements des entreprises en Belgique fut mis à mal en raison des turbulences liées à la crise de la dette souveraine. Lire à ce propos De Sloover, F., Burggraeve, K., Dresse, L., « Les investissements des entreprises belges dans le contexte de la crise », in *Revue économique*, BNB, septembre 2012, pp. 31-47.

la société (+ 179,9 %) en 2011, avant l'accalmie³⁷ ; et après la chute de 2009-2010 (- 44,2 %). Cette chute se comprend bien entendu au regard de la conjoncture de l'époque : la crise économique mondiale a suscité, dans la plupart des entreprises belges et européennes, une réaction de prudence qui s'est traduite par une réduction de l'exposition à la dette.³⁸ Ainsi, durant l'exercice 2009-2010, la part affectée aux tiers ne représente plus que 4 % de la valeur ajoutée nette, chutant ainsi pratiquement de moitié par rapport à l'exercice précédent.

Graphique C. 7



Notons qu'entre 2014-2015 et 2019-2020, la charge des capitaux de tiers de Colruyt SA tourne autour des 115 millions d'euros (soit environ 11,2 % de la valeur ajoutée nette). Cette période reflète une croissance relativement stable et des emprunts constants.

³⁷ « Dès le second semestre de 2010, la méfiance des entrepreneurs s'est lentement atténuée, et les entreprises belges ont à nouveau affiché des taux de croissance des investissements positifs. Durant la majeure partie de 2011, les investissements ont une fois de plus augmenté plus sensiblement que ne peuvent l'expliquer les déterminants classiques.

Le regain d'incertitude qui a marqué la fin de 2011 et le début de 2012 s'est accompagné d'un nouveau creux dans l'expansion des investissements. Selon les projections macroéconomiques de la Banque [Nationale de Belgique], le lent reflux de l'incertitude sur le marché intérieur – qui résulte de la clarté amenée par le cadre de mesures gouvernementales en faveur de la consolidation fiscale, de l'augmentation beaucoup moins forte des taux d'intérêt belges à long terme en comparaison avec les pays plus méridionaux de la zone euro et de l'amélioration progressive attendue du climat conjoncturel dans la zone euro – permettra la lente reprise anticipée de la croissance des investissements au cours de la période 2012-2013. » (*Ibid.*, p. 36.)

³⁸ Lire à ce propos BCE, « L'investissement des entreprises en 2012 : examen des données tirées des indicateurs à court terme et des enquêtes », in *Bulletin mensuel*, juin 2012, encadré 8, pp. 83-86.

Enfin, la baisse du dernier exercice (- 31,5 %) est liée à la restructuration de l'entreprise et, surtout, à son excellent résultat financier (*supra*, pp. 22-23). Ces deux facteurs combinés lui permettent à la fois de diminuer sa dépendance aux capitaux étrangers, de renégocier sa dette, voire d'entamer une stratégie de désendettement. Toutefois, malgré cette diminution absolue des charges d'intérêts (de 144,9 à 99,2 millions d'euros), la part affectée aux tiers demeure relativement élevée au regard du partage de la richesse créée. Cette part représente, en effet, 12,8 % de la valeur ajoutée nette en 2023-2024 – à titre de comparaison, la moyenne pour la période étudiée est de 10,1 %. Ce pourcentage plus élevé s'explique par la chute simultanée de la valeur ajoutée (774,8 millions d'euros, soit son niveau le plus bas depuis 2008).³⁹

L'État

Encadré 6 : Calcul des charges fiscales

La part de la valeur ajoutée qui revient à l'État – via les impôts et les taxes – se calcule, selon le *Traité*, en additionnant pour chaque exercice le montant des *impôts sur le résultat* (code comptable 9134)⁴⁰ et celui des *impôts et taxes relatifs à l'exploitation* (code 640). (*Traité*, 2006, p. 252 ; 2022, p. 122.)

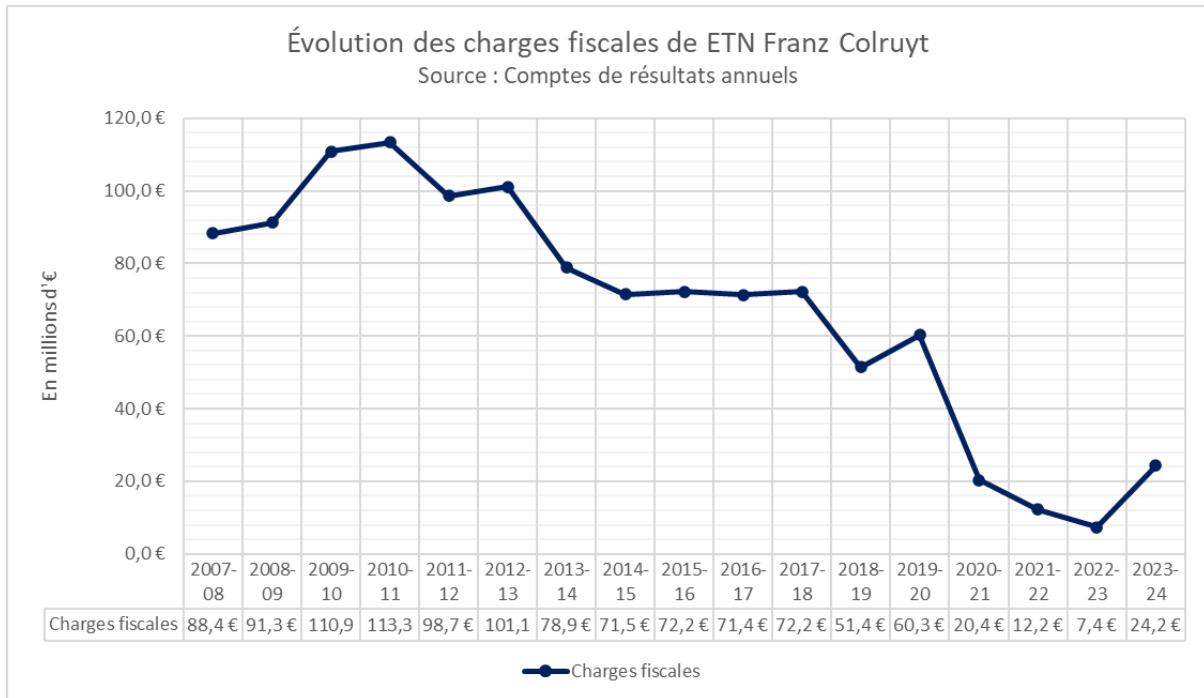
Le résultat de Colruyt SA est frappant : des charges fiscales globalement en baisse, face à une valeur ajoutée globalement en hausse.

On observe une chute significative des impôts dus (*cf. graphique C. 8*) : - 91,6 % entre le premier et l'avant-dernier exercice, avant une remontée notable lors du dernier (+ 227,7 % par rapport à 2022-2023, soit des charges qui ont plus que triplés en un an – ce qui constitue l'écart le plus prononcé entre deux exercices).

Graphique C. 8

³⁹ Pour rappel, la valeur ajoutée se calcule à partir des produits d'exploitation, et non pas à partir des produits financiers.

⁴⁰ Notons qu'en comptabilité belge, sont enregistrés dans le compte 9134 les impôts courants dus sur l'ensemble du bénéfice imposable, sans distinction de leur origine – qu'ils soient liés aux revenus d'exploitation ou financiers. Le compte 9134 ne reflète donc pas exclusivement la fiscalité afférente aux activités opérationnelles – seules à générer de la valeur ajoutée. Il demeure néanmoins la référence pour évaluer la part de la richesse créée affectée aux pouvoirs publics. Ce choix, qui pourrait sembler discutable, repose sur une logique de redistribution globale, dans laquelle l'ensemble de la contribution fiscale de l'entreprise est pris en compte. Et il se justifie d'autant plus qu'aucun compte spécifique n'est prévu, dans les comptes de résultats annuels standardisés, pour isoler les impôts liés au seul résultat d'exploitation.



Au regard du partage de la valeur ajoutée, nous identifions trois grandes phases.

La première entre 2007 et 2012 : la part de la richesse créée affectée aux pouvoirs publics oscille entre 12,2 % et 10,2 % de la valeur ajoutée nette. Notons le pic atteint en 2009-2010 (plus de 110 millions d'euros d'impôts versés). S'il ne s'agit pas du montant le plus élevé (113,3 millions d'euros en 2010-2011), il constitue néanmoins la plus importante part de la valeur ajoutée annuelle affectée à l'État, soit 13,1 %.

Seconde phase, entre 2012-2013 et 2019-2020 : la part affectée à l'État diminue progressivement, passant de 6,5 % à 5,3 % de la richesse créée. Si en 2012-2013, les charges fiscales demeurent élevées (dépassant les 100 millions d'euros), elles ne croissent pas au prorata de la valeur ajoutée nette qui atteint un pic record à 1.562,7 millions d'euros. Notons également cette période de stabilisation (entre 2014 et 2018) au cours de laquelle les charges fiscales demeurent autour des 72 millions d'euros (captant environ 7,1 % de la valeur ajoutée).

Enfin, troisième phase, entre 2020-2021 et 2022-2023 : le plongeon. Les charges fiscales chutent drastiquement, passant de 20,4 à 7,4 millions d'euros (soit le montant le plus bas jamais atteint en dix-sept ans). Au regard du partage de la richesse créée, la part affectée aux pouvoirs publics dégringole ainsi successivement à 1,9 %, 1,2 %, et 0,7 % de la valeur ajoutée nette.

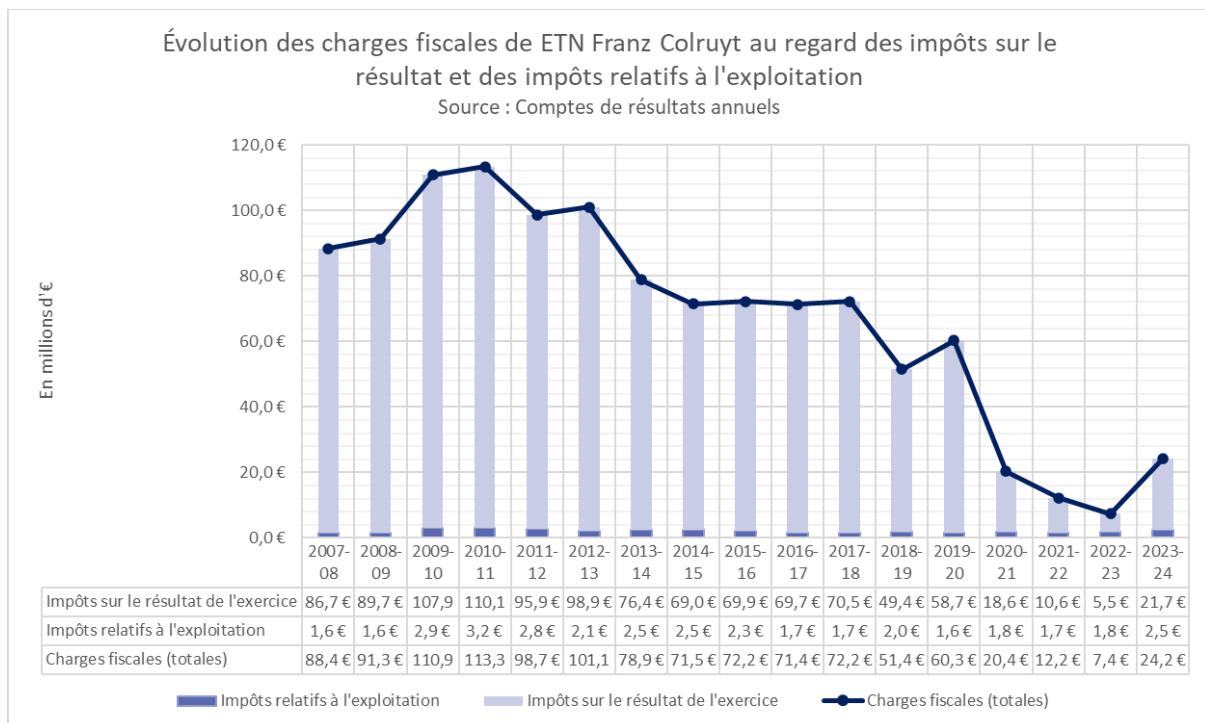
Lors du dernier exercice, on l'a dit, le montant des charges fiscales remonte fortement pour atteindre 24,2 millions d'euros, ce qui correspond à 3,1 % de la valeur ajoutée.

*

Comment comprendre une telle variation sur dix-sept exercices ? Pour ce faire, décortiquons les composantes des charges fiscales : le montant annuel des impôts sur le résultat et celui des impôts relatifs à l'exploitation.

À la lecture du graphique C. 9, on observe que les impôts et taxes d'exploitation (taxe communale sur les surfaces commerciales, taxe sur les enseignes, taxes environnementales, etc.)⁴¹ sont relativement faibles et stables par rapport aux impôts sur les résultats, oscillant entre 1,6 et 3,2 millions d'euros. Cette situation est généralement signe d'une gestion efficace et de choix stratégiques optimisés en matière de fiscalité (par exemple, la superficie des magasins et leur localisation, ou encore le recours aux filiales et aux franchisés pour limiter les impôts locaux au niveau des magasins). Par ailleurs, cette situation reflète également une certaine stabilité au niveau des activités d'exploitation de Colruyt SA.

Graphique C. 9



À l'inverse, les impôts sur le résultat des exercices constituent une part beaucoup plus importante des charges fiscales globales. Ils en déterminent dès lors la courbe. Leur réduction à partir de 2011-2012 est le principal moteur de la diminution des charges fiscales totales.

⁴¹ CNC (Commission des Normes comptables), *Avis 2018/14 – Impôts*, Section V « Autres impôts », sous-section B « Charges fiscales d'exploitation diverses », 30 mai 2018.

*

Encadré 7 : Compte 9134 et rubrique 67/77 du compte de résultat

En comptabilité, le compte 9134 enregistre les impôts sur le résultat liés exclusivement à l'exercice en cours. Il constitue une subdivision de la rubrique 67/77, également intitulée *Impôts sur le résultat*, mais qui elle regroupe l'ensemble des éléments fiscaux. La rubrique 67/77 intègre donc non seulement les impôts dus sur les bénéfices de l'exercice, mais aussi d'éventuelles régularisations relatives à des exercices antérieurs, ainsi que des provisions et reprises de provisions, en cas d'ajustements.

Lorsque les montants enregistrés dans ces deux comptes/rubriques sont très semblables, cela veut dire que l'entreprise ne procède à aucune (ou très peu) de régularisation fiscale – signe d'une situation stable, sans ajustement significatif.

C'est le cas de Colruyt SA, dont l'essentiel des bénéfices provient, rappelons-le, de ses activités d'exploitation (à quelques exceptions près).

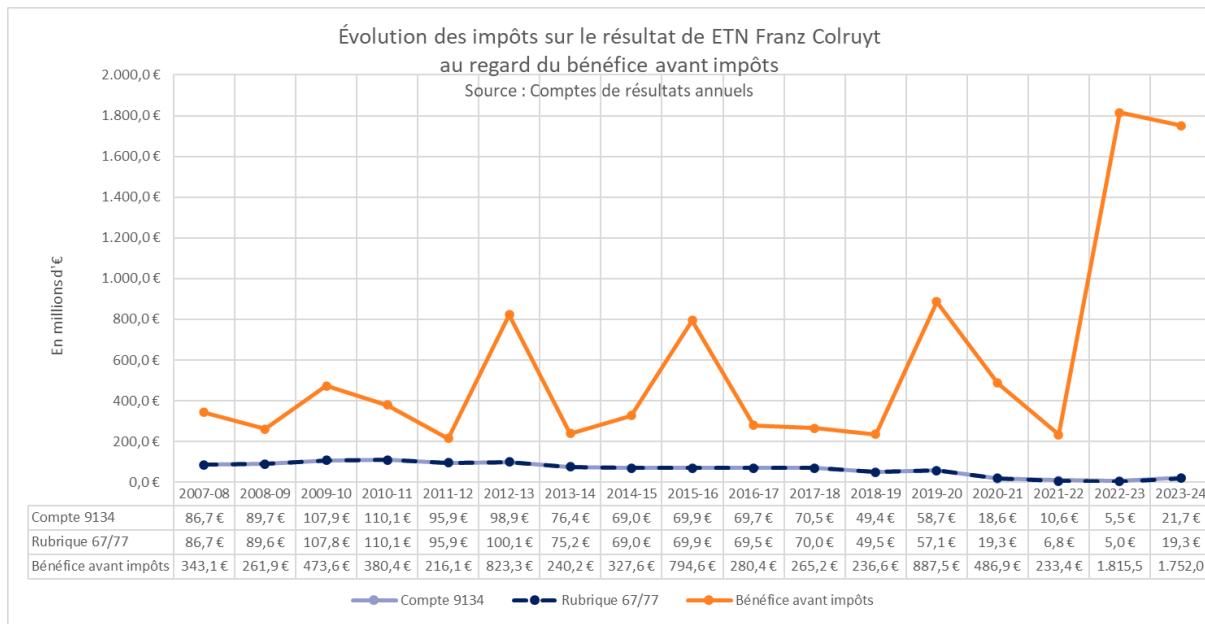
Poursuivons l'analyse en zoomant sur la rubrique 67/77.

Encadré 8 : Zoom sur la rubrique 67/77

La hauteur des montants se mesure au regard de la hauteur du bénéfice avant impôts (compte 9903) puisque leur soustraction déterminera le montant du bénéfice net (compte 9904). Le bénéfice avant impôts constitue la somme des résultats d'exploitation et financier, récurrents et non récurrents.

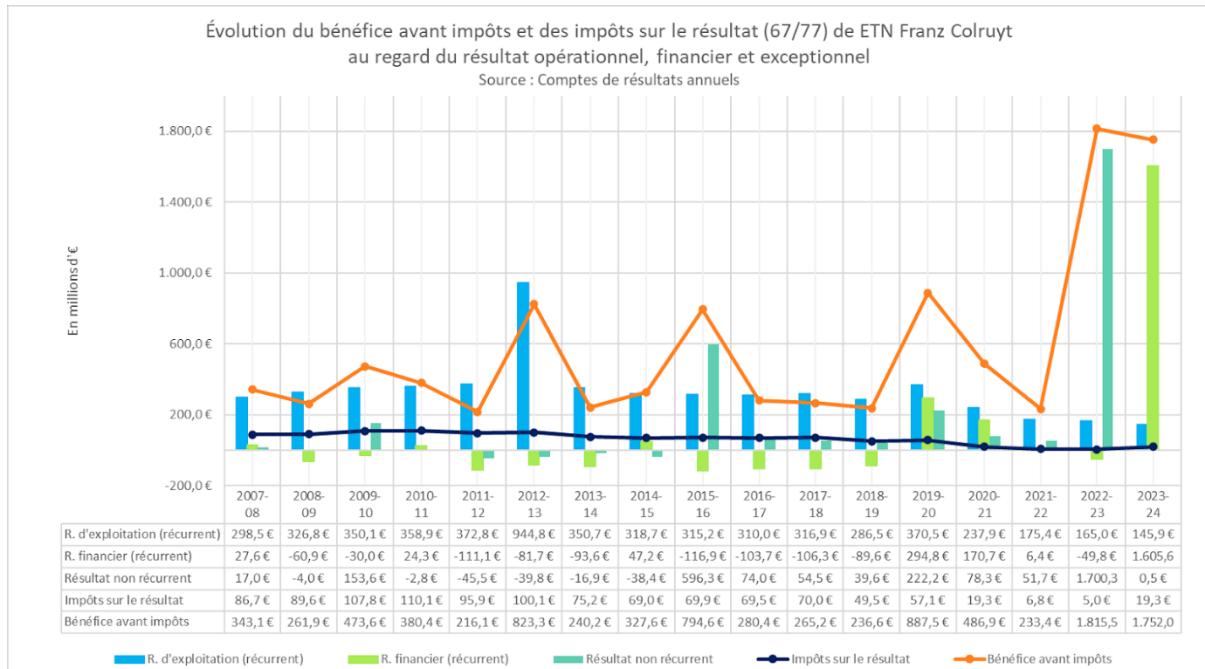
L'évolution du bénéfice avant impôts de Colruyt SA au cours de la période étudiée se caractérise par une croissance impressionnante (*cf. graphique C. 10*). En passant de 343,1 millions d'euros en 2007 à 1,75 milliard en 2023, l'entreprise a multiplié ses revenus par cinq. On observe toutefois d'importantes variations annuelles et des pics de croissance ponctuels. En 2012-2013, par exemple, le bénéfice atteint 823,3 millions d'euros, soit près de quatre fois celui de l'exercice précédent. En 2022-2023, un bond record est réalisé, atteignant près de 1,82 milliard d'euros. Ce pic se maintient l'année suivante. À l'inverse, on observe également des périodes de repli. En 2011-2012, le bénéfice tombe à 216,1 millions d'euros, soit bien en dessous du premier exercice étudié. Autre exemple entre 2016 et 2018, trois exercices consécutifs au cours desquels le bénéfice baisse, suggérant une période de faible croissance.

Graphique C. 10



Comme on peut l'observer sur le graphique suivant (C. 11), cette volatilité très prononcée du bénéfice avant impôts ne résulte pas tellement de l'évolution du résultat d'exploitation courant – qui demeure somme toute assez stable (en tout cas jusqu'en 2019-2020), malgré une baisse progressive et exception faite du pic atteint en 2012-2013.

Graphique C. 11



Ce qui génère la volatilité du bénéfice avant impôts, c'est bien davantage le poids de plus en plus marqué au fil des exercices, des résultats financiers et exceptionnels – qu'ils soient

positifs ou négatifs. Ce constat nous permet de confirmer deux inférences : d'abord, les activités d'exploitation de la société sont relativement stables et pérennes, malgré la baisse des quatre derniers exercices (imputable à la crise sanitaire et à la restructuration de l'entreprise). Ensuite, Colruyt SA est une entreprise résiliente, capable de surmonter rapidement les « mauvaises passes » grâce à des investissements massifs (et aux retours sur investissements : les produits financiers récurrents et non récurrents).

Quant à l'évolution des impôts sur le résultat (67/77) – dont la courbe épouse pratiquement celles du compte 9134 et des charges fiscales totales – elle apparaît décorrélée de l'évolution du bénéfice avant impôts, dans la mesure où elle ne reflète ni son ampleur ni ses variations. Cette dissociation s'explique par le fait que le montant de l'impôt n'est pas calculé sur la totalité du bénéfice comptable, mais uniquement sur la part fiscalement imposable.

Encadré 9 : Impôts sur le résultat – taux nominal, effectif et apparent

En théorie, le taux nominal d'impôts sur le résultat – c'est-à-dire le pourcentage standard fixé par l'État pour calculer le montant de l'impôt dû sur le bénéfice imposable d'une entreprise – était de 33 %⁴² jusqu'en 2017, puis est passé à 29 % en 2018-2019, et à 25 % depuis 2020.⁴³ Autrement dit, l'impôt sur le résultat devrait représenter, en principe, un quart (depuis 2020) du bénéfice imposable. Or, ce dernier diffère du bénéfice comptable présenté au compte 9903 – lequel intègre des revenus qui peuvent être exonérés ou partiellement taxés (tels que les dividendes perçus ou les plus-values).

En pratique, le taux d'imposition effectif auquel est soumise une entreprise n'égale jamais le taux nominal, parce que de nombreux dispositifs fiscaux permettent donc d'alléger la base imposable ou l'impôt dû – réduisant ainsi le taux d'impôts effectivement payés. Parmi ces dispositifs, il existe les déductions, le report de pertes, les exonérations (telles que les RDT⁴⁴),

⁴² Taux standard majoré d'une cotisation complémentaire de crise (CCC) de 3 centimes, portant le taux nominal de l'ISoc. à 33,99 %.

⁴³ La réforme de l'ISoc. entamée en Belgique par le gouvernement Michel en 2017 le fut au motif d'améliorer l'attractivité fiscale, soutenir la compétitivité et répondre aux standards de l'OCDE. Jusque-là, ce taux d'imposition était l'un des plus élevés d'Europe, ce qui désavantageait les multinationales implantées en Belgique. Il a ainsi progressivement baissé pour s'aligner sur les pays voisins. Cette baisse à 25 % devait encourager l'investissement et maintenir les grandes entreprises sur le territoire belge. (Lire à ce propos « La proposition de réforme de l'impôt des sociétés en Belgique », in « Aspects budgétaires et macroéconomiques de la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique », étude publiée sur le site de la BNB, 6 décembre 2017, pp. 3-5.)

⁴⁴ Les RDT (Revenus définitivement taxés) désignent un régime fiscal en Belgique visant à éviter la double imposition des revenus perçus par une société sur les participations qu'elle détient dans d'autres entreprises (dividendes, plus-values, revenus issus de fonds d'investissement, etc.) Autrement dit, cela permet à la société bénéficiaire d'exonérer d'impôts [95% de] ces revenus, dans la mesure où ils ont déjà été soumis à l'ISoc. dans l'entreprise distributrice.

les réintégrations fiscales, *etc.* Dans ce travail toutefois, il ne nous est pas possible de nous référer au taux effectif, parce que cette donnée n'est pas disponible dans les comptes sociaux des sociétés étudiées.⁴⁵

En guise d'alternative, si on calcule un taux d'imposition, disons, « apparent » – mais non « effectif » – en rapportant la rubrique 67/77 au compte 9903, on obtient un décalage parfois très marqué par rapport au taux nominal. Ce décalage doit être interprété avec prudence pour les raisons évoquées (le taux apparent ne tenant pas compte de la différence entre le résultat comptable et le résultat fiscal). Ce taux n'en demeure pas moins un indicateur intéressant – quoiqu'approximatif – dans la mesure où il offre un aperçu de l'écart parfois démesuré (dans un sens ou dans l'autre) entre le montant des impôts sur le résultat et la masse des bénéfices.

Chez Colruyt SA, le taux d'imposition apparent oscille autour de 25,5 % entre 2007 et 2017, malgré quelques fluctuations importantes. En 2012-2013, par exemple, il était de 12,2 % ; 8,8 % en 2015-2016. Pourtant, au cours de ces deux exercices, le bénéfice avant impôts réalise deux pics de croissance : le premier à 823,3 millions d'euros, le second à 794,6 millions. Cette situation suggère que l'entreprise a pu à plusieurs reprises déduire, voire exonérer d'impôts une part importante de ses bénéfices. En outre, au cours de cette période, le taux d'imposition apparent dépasse par deux fois le taux nominal de l'ISoc. : en 2008-2009, il atteint 34,2 % ; 44,4 % en 2011-2012. Cela s'expliquerait par la baisse du bénéfice avant impôts non compensée par des ajustements fiscaux favorables (charges non déductibles, impôts fixes, *etc.*)

À partir de 2018-2019, ce taux apparent chute drastiquement, passant de 20,9 %, à 6,4 % l'année suivante (alors que le bénéfice avant impôts connaît un pic de croissance), puis à 0,3 % en 2022-2023. Cette chute reflète les mesures d'allègement fiscal prises par le gouvernement durant la crise du COVID-19 (déductions d'impôts et reports des pertes pour permettre aux entreprises de constituer des réserves de liquidités, réductions du précompte professionnel, crédits d'impôt, diverses exonérations, *etc.*)⁴⁶ À la fin de cette période de crise, en 2022-2023, les impôts sur le résultat atteignent donc leur niveau le plus bas (5 millions d'euros, ajustements compris) alors que le bénéfice avant impôts bat tous les records (près de 1,82 milliard).

⁴⁵ Et il ne nous est pas possible de le calculer – le montant du bénéfice imposable n'étant pas non plus disponible.

⁴⁶ Lire à ce propos les publications du SPF Finances de 2020, 2021 et 2022 : https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2020 ; https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2021 ; https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2022 (Consultées en août 2024.)

Lors du dernier exercice, le taux apparent remonte légèrement à 1,1 % alors que le bénéfice avant impôts reste élevé. Cela suggère, une fois encore, une base imposable fortement réduite, soit par la nature des revenus, soit par la mobilisation de mécanismes de déduction.

En conclusion, la nette diminution des charges fiscales totales supportées par Colruyt SA depuis 2007 s'accompagne d'un recul tout aussi marqué au fil des exercices des impôts sur le résultat. Sans connaître le montant exact du bénéfice imposable, la mesure du taux d'imposition reste très approximative. L'analyse laisse toutefois entrevoir une pression fiscale très modérée, particulièrement faible ces dernières années. Cette tendance résulte de trois facteurs. D'abord, des stratégies présumées de réduction du bénéfice imposable et d'optimisation fiscale selon des mécanismes fiscaux prévus par la loi (déductions, report de pertes, exonérations, RDT, crédits d'impôts, *etc.*) Ensuite, de la réforme fiscale entamée en Belgique en 2017 (et qui a abouti en 2020) – prévoyant notamment la réduction du taux nominal de l'ISOC. Enfin, de la conjoncture économique qui conditionne également et directement le degré d'imposition des sociétés – par exemple en 2020, quand le gouvernement a mis en place une série d'allégements fiscaux pour faire face à la pandémie du COVID-19.

*

Maintenant que nous avons décortiqué l'évolution des charges fiscales de Colruyt SA depuis 2007, sans doute devrions-nous moins nous étonner de l'orientation de sa pente – comparée à la croissance de la valeur ajoutée ou des bénéfices.

Néanmoins, nous insistons. Au regard du partage de la richesse créée, il nous semble légitime de poser la question suivante – question délibérément polémique et qui demeurera sans réponse – : l'entreprise paie-t-elle « assez » d'impôts ? Sa contribution aux finances publiques est-elle équitable ? Une question qui enflamme les débats.⁴⁷

Aussi est-il à présent nécessaire de revenir sur les limites de l'indicateur de valeur ajoutée (calculée à partir des comptes sociaux) et de son affectation – et ce, afin que le travail demeure valable et audible pour la discipline.

D'abord, il convient de préciser que cette part de la valeur ajoutée revenant à l'État (calculée conformément au *Traité*) est loin d'englober l'ensemble des contributions fiscales (impôts et taxes) effectivement versées, directement ou indirectement, par les entreprises aux

⁴⁷ Ainsi peut-on lire l'article de T. BUYTAERT et E. DEBACKERE « Non, Colruyt ne paie pas "seulement 0,27% d'impôts sur le bénéfice" comme l'affirme Raoul Hedebouw (PTB) », *RTBF Actus*, 15 janvier 2024. (Cf. annexe 6.)

pouvoirs publics. Ne sont pris en compte ici, on l'a vu, que ce qui relève des impôts courants sur le résultat, d'une part ; et ceux relatifs aux activités opérationnelles, d'autre part. Les premiers concernent les bénéfices imposables ; les seconds constituent des impôts et des taxes indirectes liées aux activités opérationnelles (taxes sur la publicité, les surfaces commerciales, les déchets, les émissions de CO₂, *etc.*) À côté de cela, il existe en Belgique toute une série d'autres contributions fiscales auxquelles les entreprises sont soumises. Celles-ci peuvent être directes (précompte mobilier, par exemple), indirectes (TVA, droits d'enregistrement, accises, *etc.*), ou encore liées à l'emploi (cotisations sociales, précompte professionnel). Il convient de garder cela en tête afin de ne pas avoir une vision tronquée, réductrice de la masse des charges fiscales imposées aux entreprises. Cela rendrait le discours inaudible pour l'expert·e.

En outre, limiter l'analyse aux comptes de résultats individuels d'une société mère, négligeant sa position au sein d'un groupe (le contrôle exercé et le lien d'interdépendance économique, financière et stratégique avec ses filiales), ne permet pas de saisir la réalité – en l'occurrence ici fiscale – dans son ensemble. Les comptes annuels ne présentent que la situation financière et les performances économiques propres de la société mère, en tant qu'entité autonome, sans tenir compte des résultats et performances des filiales. Les dividendes, intérêts ou revenus de participations que ces dernières lui versent sont enregistrés indifféremment comme produits financiers dans le compte de résultats. De la même manière, toutes les autres transactions intra-groupe (achats, ventes, services, prêts, redevances, *etc.*) sont comptabilisées indifféremment, comme n'importe quelle opération réalisée avec des acteurs extérieurs. À l'inverse, dans les comptes consolidés, ces transactions intra-groupe sont gommées afin d'éviter une double comptabilisation. Une vente réalisée par la société mère à une filiale, par exemple, n'est pas considérée comme un produit pour le groupe puisqu'il s'agit d'une transaction interne. Et il en va de même en ce qui concerne la comptabilisation des charges fiscales : les comptes individuels d'une entité ne reflètent que les impôts de cette entité spécifique, contrairement aux comptes consolidés qui présentent les charges (et les stratégies d'optimisation) fiscales totales supportées par l'ensemble du groupe. Cela inclut à la fois les impôts payés par chaque filiale et les ajustements liés à la consolidation – c'est-à-dire la neutralisation des transactions intra-groupe et le calcul du taux effectif d'imposition à l'échelle du groupe (tenant compte des différences de taux et de régimes fiscaux pour les filiales internationales). La seule analyse des comptes annuels d'une société mère pour comprendre la charge fiscale est donc insuffisante puisqu'elle demeure aveugle aux impôts antérieurement versés par ses filiales.

Ainsi, en ce qui concerne l'imposition des bénéfices, si l'on considère uniquement les comptes annuels de Colruyt SA, l'on obtient un taux (apparent) faible, voire très faible – ce qui sous-estime sans doute fortement la masse d'impôts effectivement payée par le groupe.⁴⁸ Même si les bénéfices exceptionnels de Colruyt SA (issus de dividendes ou de plus-values exceptionnelles) sont considérés comme des revenus non imposables, il serait faux d'affirmer que ces gains n'ont jamais été imposés. Ils l'ont été antérieurement, via l'ISoc. payé par les filiales. Ceci étant, il nous paraît légitime d'interroger l'écart parfois démesuré entre le montant des impôts sur le résultat versés par la société mère et la masse colossale de ses bénéfices.

Le bénéfice ajouté

Encadré 10 : Calcul du bénéfice ajouté

Le *Traité* définit le bénéfice ajouté comme « la part de la valeur ajoutée brute qui reste pour les actionnaires après que les autres facteurs de production ont été rémunérés (frais de personnel, amortissements, charges financières des capitaux de tiers, impôts.) »⁴⁹ (*Traité*, 2022, p. 117.) Le concept s'entend (et se calcule) avant répartition ou partage entre l'entreprise et les bénéficiaires ; c'est-à-dire que le bénéfice ajouté sera ensuite partiellement mis en réserve et partiellement distribué. Les principaux bénéficiaires en sont donc les actionnaires (qui reçoivent leur part sous la forme de *dividendes*), mais certaines entreprises en distribuent aussi à leurs administrateurs et cadres (sous la forme de *tantièmes*), voire à d'autres employés et allocataires.

La formule pour calculer le bénéfice ajouté est plus longue que les précédentes puisqu'elle consiste à déduire du *bénéfice ([ou] perte) de l'exercice après impôts* (code comptable 9904) toutes formes de produits financiers ou exceptionnels ou de subsides, et d'y ajouter tout ce qui relève des charges financières ou exceptionnelles.⁵⁰

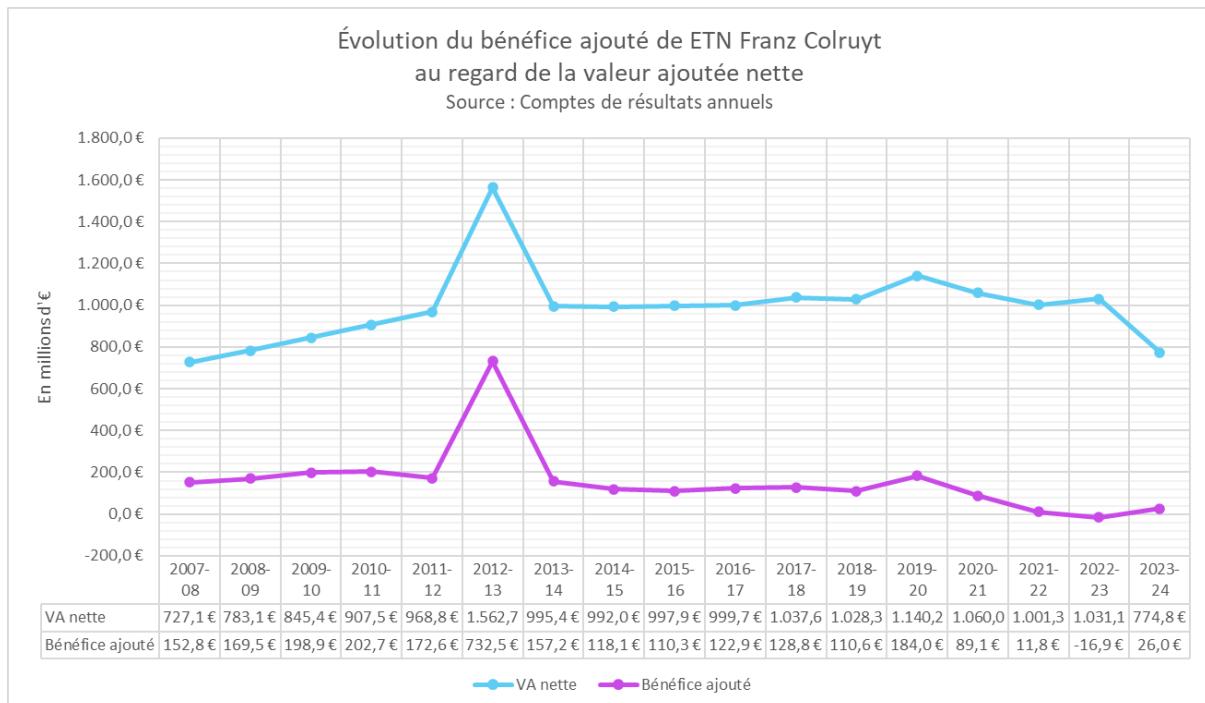
⁴⁸ Et de fait, entre l'exercice 2007-2008 et 2015-2016, le montant consolidé des impôts sur le résultat a augmenté progressivement, passant de 128,7 à 152,1 millions d'euros, avec un taux d'imposition effectif relativement stable (autour des 30,12 %), proche du taux nominal de l'époque. À partir de 2016-2017 toutefois, ce montant consolidé entame un important plongeon : de 126,4 à 62,2 millions d'euros en 2022-2023 (son niveau le plus bas). Malgré cette chute, le taux effectif d'imposition est resté proche du taux nominal, oscillant entre 29,56 % (2017-2018) et 20,01 % (2020-2021). Enfin, en 2023-2024, le groupe a versé 104,3 millions d'impôts sur son résultat, avec un taux effectif d'imposition de 22,3 %. (Colruyt Group, RA, 2007/08-2023/24, « Notes aux états financiers consolidés », Note 8 « Impôts sur le résultat ».).

⁴⁹ On peut également définir le bénéfice ajouté à partir de la valeur ajoutée nette en retirant les amortissements.

⁵⁰ « (+/-) Bénéfice (perte) de l'exercice après impôts (code <9904>) (-) Subsides d'exploitation et montants compensatoires (- 740)

Ici aussi, le résultat est de prime abord étonnant puisqu'au cours de la période étudiée, le bénéfice ajouté de Colruyt SA tend à décroître alors que, on l'a vu, la valeur ajoutée, elle, augmente (*cf. graphique C. 12*).

Graphique C. 12



Même si l'évolution du bénéfice ajouté est indéniablement influencée par la valeur ajoutée, elle ne l'imité pas. Leur taux de variation annuelle diffère systématiquement. Parfois

- (+) Autres charges d'exploitation non fiscales (+ 641/8)
- (-) Charges d'exploitation portées à l'actif au titre de frais de restructuration (- 649)
- (-) Produits financiers (- 75)
- (+) Réductions de valeur sur actifs circulants autres que stocks, commandes en cours et créances commerciales : dotations (reprises) (+ <651>)
- (+) Autres charges financières (+ 652/9)
- (-) Montant de l'escompte à charge de l'entreprise sur la négociation de créances (- 653)
- (-) Produits non récurrents (- [76A + 76B])
- (+) Charges non récurrentes (+ [66A + 66B])
- (-) Prélèvements sur les impôts différés (- 780)
- (+) Transfert aux impôts différés (+ 680)
- (-) Régularisations d'impôts et reprises de provisions fiscales (- 77)
- (+) Impôts sur le résultat d'exercices antérieurs (+ 9138)
- (=) Bénéfice (ou perte) ajouté(e) » (*Traité*, 2022, pp. 122-123.) Notons que dans la version de 2006, la formule diffère légèrement puisqu'elle est inscrite suivant les codes comptables de l'époque : la catégorie des produits exceptionnels (code 76) et des charges exceptionnelles (66) présentent indifféremment ce qui relève de l'opérationnel (codes 76A et 66A dans la version de 2022) et du financier (76B et 66B en 2022). (*Supra*, note 30, p. 22.) Notons également que les codes placés entre « < > » signifient que les montants correspondants peuvent être positifs ou négatifs. Il convient dès lors de considérer leur valeur algébrique, signe compris.

même, l'un évolue en opposition à l'autre. Cela signifie qu'une valeur ajoutée croissante (ou positive) n'est pas nécessairement synonyme d'un bénéfice croissant (ou positif) pour l'entreprise, et inversement.

En 2011-2012, par exemple, la valeur ajoutée nette croît de 6,7 % par rapport à l'exercice précédent, tandis que le bénéfice ajouté chute de 14,9 %. Comment cela se peut-il ? D'autant que le résultat d'exploitation récurrent (compte 9901) est également en hausse (+ 3,9 %). Cette année-là, la part affectée au personnel croît de 7,5 %, celle affectée à l'État diminue de 12,9 % et celle revenant aux tiers triple presque. Cet exemple permet d'affirmer que la priorité de Colruyt SA semble être l'expansion et le paiement corrélatif de ses dettes (et de ses employé·es), avant de se réservier (ou de distribuer à ses actionnaires) un bénéfice.

Autre exemple qui confirme cette assertion : en 2022-2023, Colruyt SA réalise son unique perte ajoutée (- 16,9 millions d'euros), tandis que sa valeur ajoutée nette croît de 3 %. Cette perte, corrélative d'une baisse de 5,9 % du résultat d'exploitation, résulte cette fois encore de l'augmentation simultanée des charges de personnel et des charges de capitaux de tiers.

Lors du dernier exercice, toutefois, le partage profite davantage à l'entreprise puisqu'après rémunération du personnel, des prêteurs et des pouvoirs publics, Colruyt SA finit avec un bénéfice ajouté de 26 millions d'euros. Cela représente une augmentation importante par rapport à la perte de l'exercice précédent. Sur le plan au moins de l'exploitation, la restructuration a donc, dès 2023, profité à l'entreprise.

*

En moyenne, depuis 2007, la part annuelle affectée à l'entreprise et ses actionnaires s'élève à 157 millions d'euros, ce qui représente 15 % de la valeur ajoutée nette. Mais ne nous méprenons pas. Il s'agit bien ici de la part du bénéfice issue des activités d'exploitation récurrentes. À ne considérer que l'évolution du bénéfice ajouté, l'on pourrait penser que l'entreprise est de moins en moins rentable. Cela est clairement faux au regard des résultats financiers (récurrents et non récurrents).

Encadré 11 : Les bénéfices comptables de l'entreprise

Pour avoir une vue d'ensemble des bénéfices d'une entreprise (mis en réserve et distribués aux actionnaires), il est nécessaire de plonger dans ses comptes de résultats annuels.

Le *bénéfice (perte) de l'exercice après impôts* (compte 9904) constitue le bénéfice total net de l'entreprise. Il inclut les résultats opérationnel et financier, récurrent et non récurrent, de l'exercice. Ce bénéfice, augmenté des éventuels *prélevements sur les réserves immunisées* (compte 789) et diminué des éventuels *transferts aux [mêmes] réserves immunisées* (689) donne le *bénéfice ([ou la] perte) de l'exercice à affecter* (9905) – soit l'équivalent du bénéfice ajouté mais pour l'ensemble des résultats de l'entreprise. La somme de ce bénéfice à affecter et du *bénéfice (perte) reporté(e) de l'exercice précédent* (14P) donne le *bénéfice [total] à affecter* (9906). Ce total sera ensuite partiellement réservé (691/2)⁵¹ ou reporté (14)⁵², et partiellement distribué (694). Autrement dit, il sert à la fois à enrichir l'entreprise, et à la fois les actionnaires, selon des proportions convenues par le conseil d'administration (avec l'accord de l'Assemblée Générale) dans la politique de distribution de dividendes.⁵³

On l'a vu, au cours de la période étudiée, le bénéfice net de Colruyt SA croît de façon impressionnante – malgré une progression en dents de scie – passant de 256 à 1.733 millions d'euros (*cf.* graphique C. 5). À l'exception de l'exercice 2012-2013, les différents pics de croissance réalisés sont dus principalement aux résultats exceptionnels (*cf.* graphique C. 11). Notons que le *bénéfice après impôts* égale pratiquement le *bénéfice de l'exercice à affecter* – les courbes se superposent – et dépasse souvent très largement le bénéfice ajouté.

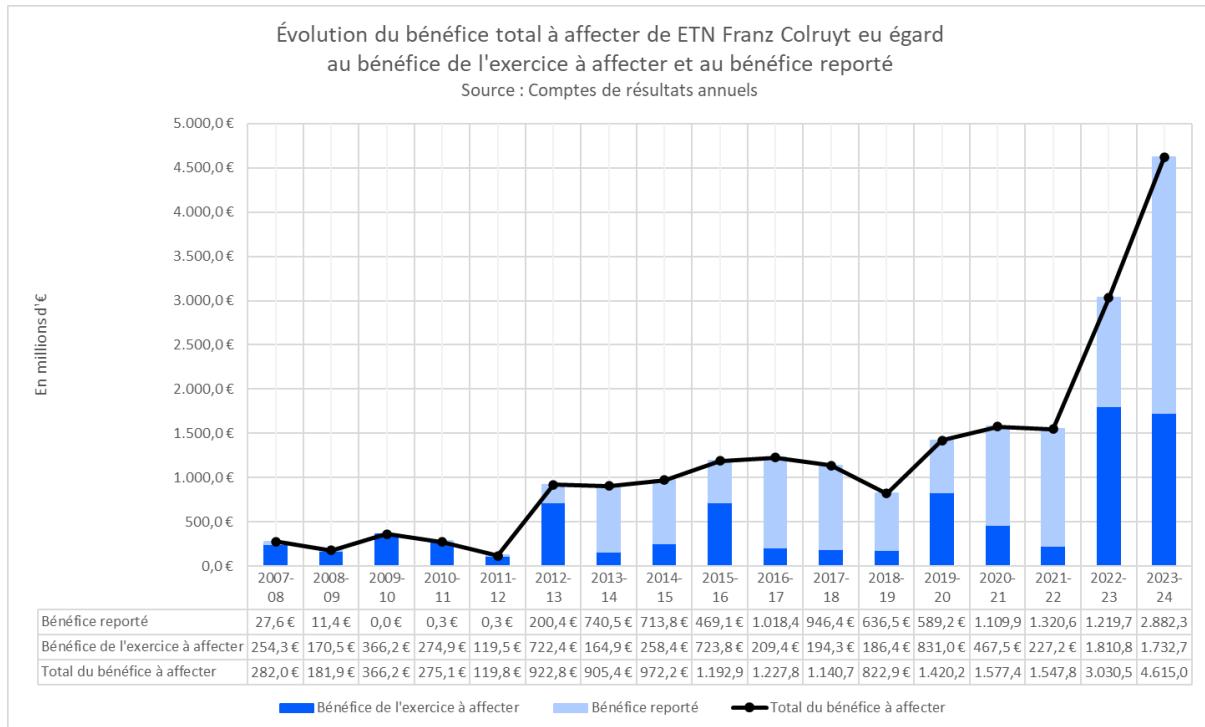
Le constat est sans appel : eu égard aux *bénéfices reportés des exercices précédents*, le *total des bénéfices à affecter* chaque année devient de plus en plus colossal – malgré quelques baisses plus ou moins notables (*cf.* graphique C. 13).

Graphique C. 13

⁵¹ Plus exactement, il s'agit d'une *affectation [du bénéfice] aux capitaux propres*, que ce soit directement à *l'apport* (691), à *la réserve légale* (6920) ou à [d'] autres réserves (6921).

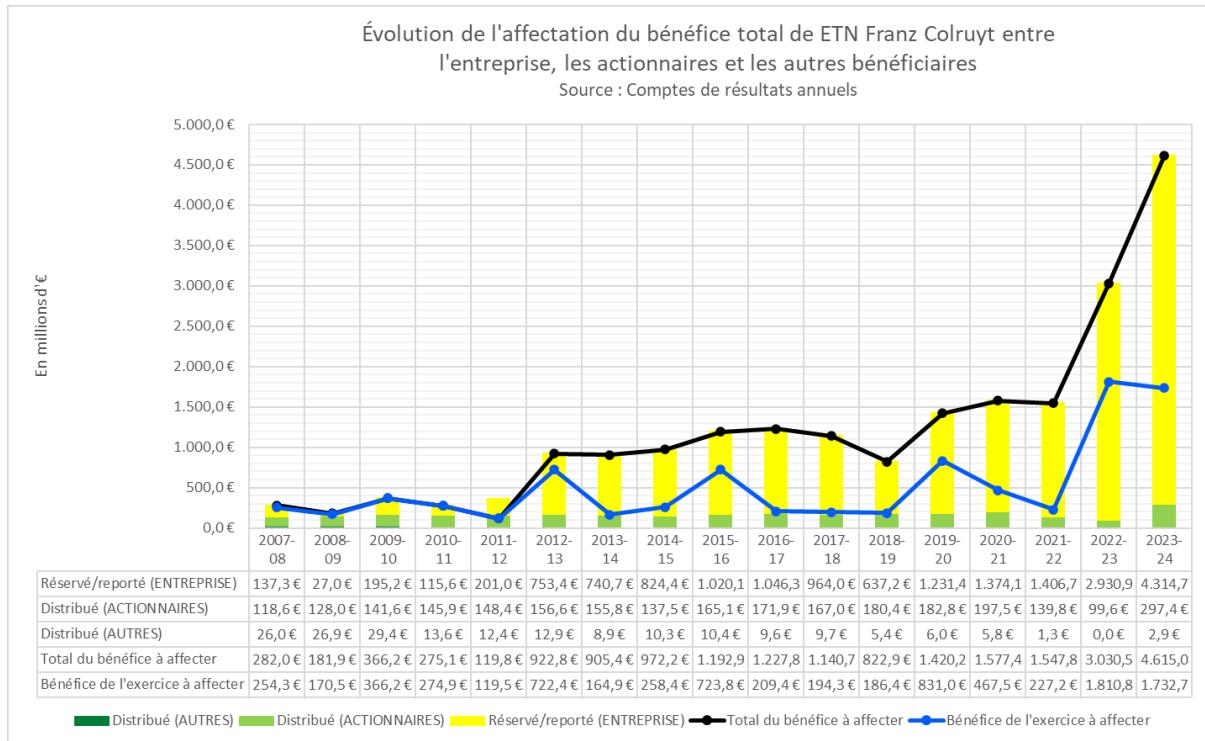
⁵² Le bénéfice reporté (ou « report à nouveau ») constitue la part de bénéfice que les associés décident de reporter sur l'exercice comptable suivant. Contrairement aux réserves, le report à nouveau n'a pas d'affectation spécifique. Son usage sera décidé ultérieurement, selon les prochains résultats. Il sera alors distribué, réservé ou à nouveau reporté. Ce report sert notamment de bouée de sauvetage en cas de pertes futures.

⁵³ Rappelons que les actionnaires ne sont pas les seuls bénéficiaires possibles de ce *bénéfice à distribuer* (code comptable 694/7 [694/6 avant la réforme des comptes annuels de 2016]). Ce dernier peut être réparti entre les dividendes (694), les tantièmes (695), certains employés (696 [à partir de 2016]) et d'autres allocataires (697 [696 avant 2016]). À l'exception de l'exercice 2022-2023, Colruyt SA a toujours distribué une petite partie de ses bénéfices à d'autres allocataires (notamment des employé·es) et, jusqu'en 2017-2018, des tantièmes à ses administrateurs et cadres. Cette part distribuée « aux autres » diminue progressivement au fil du temps, passant de 18 % du bénéfice à affecter en 2007-2008 à 1 % en 2023-2024. Par souci de clarté et pour éviter toute confusion, nous n'analyserons dans ce qui suit que ce qui concerne les dividendes.



Une croissance colossale, donc, puisqu'entre le premier et le dernier exercice, le bénéfice total à affecter de Colruyt SA est multiplié par seize. Une chute importante est toutefois à noter. En 2011-2012, ce bénéfice dégringole de plus de 50 % par rapport à l'exercice précédent alors que le bénéfice distribué et le report à nouveau augmentent (*cf.* graphique C. 14). Pire, ces derniers le dépassent. Cette année-là, le coût des capitaux de tiers a presque triplé suite à la politique de relance et d'expansion *post-crise* de 2008. Une opération qui a coûté chère à l'entreprise puisque les résultats financiers récurrents et non récurrents se sont soldés par une perte : - 111,1 millions d'euros pour l'un ; - 45,5 pour l'autre. Pourtant, la part distribuée aux actionnaires et la part reportée ont, on l'a dit, augmenté. C'est une stratégie qui n'est pas rare dans le monde des affaires : l'entreprise puise dans ses réserves de capitaux propres pour récompenser les risques pris par ses actionnaires et ses dirigeants. Ici, le montant prélevé s'élève à 242 millions d'euros. Une stratégie payante au vu du bénéfice net de Colruyt SA l'année suivante. En 2012-2013, ce prélèvement sera en outre compensé par une augmentation massive des bénéfices reportés – lesquels vont presque quadrupler.

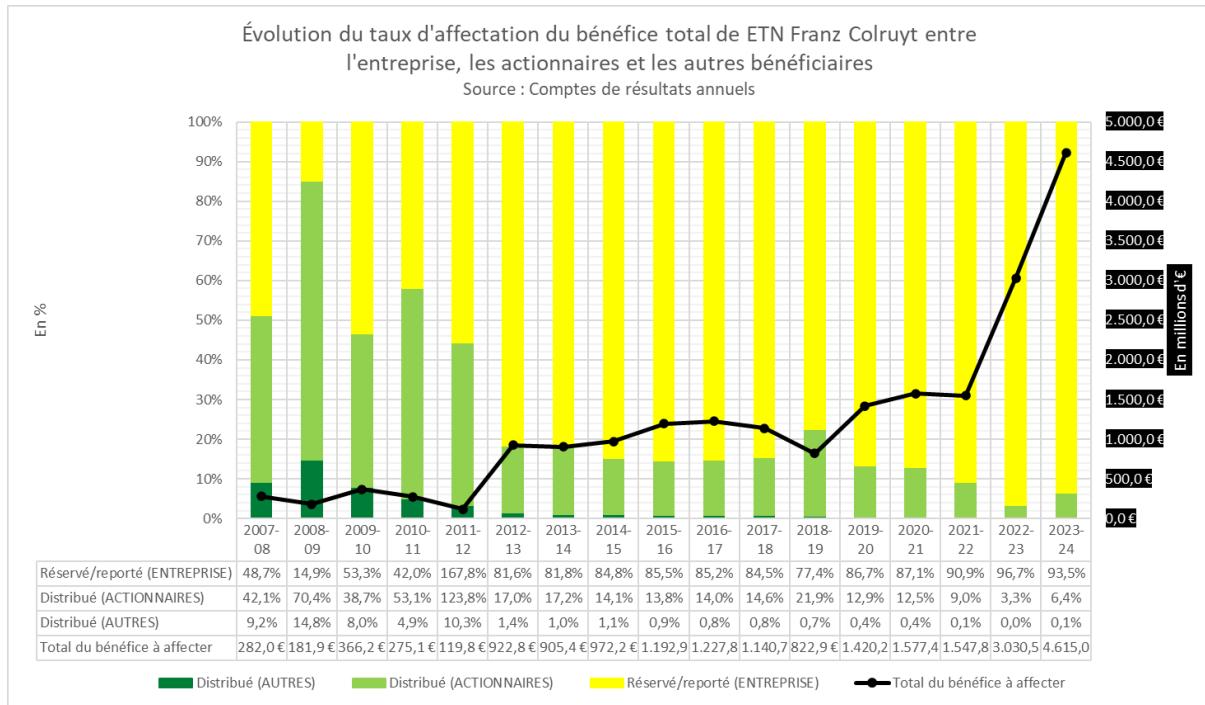
Graphique C. 14



Quid à présent de l'affectation des bénéfices ?

Ici aussi, le constat est sans appel : le bénéfice total à affecter de Colruyt SA demeure largement – et de plus en plus – « dans les caisses » de l'entreprise. Si entre 2007 et 2011, cette part représente en moyenne 48 % du total à affecter (outre l'exercice de 2008-2009), la moyenne s'élève à 83,8 % entre 2012 et 2020, puis à 93,7 % à partir de 2021 (*cf. graphique C. 15*). Priorité donc à l'enrichissement de l'entreprise – certainement, en tout cas, depuis 2012. Il est intéressant de souligner le changement de gestion des bénéfices en temps de crise : si pendant la crise de 2008, c'est la rémunération du capital qui est privilégiée ; durant les années de COVID-19, suivies de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique qu'elle a engendrée, ce sont manifestement la prudence et les réserves qui s'imposent.

Graphique C. 15



Quant aux dividendes distribués, l'évolution de leur montant suit de près celle du bénéfice à distribuer – si ce n'est en 2010-2011 où le premier augmente alors que le second diminue. Ce ne sont donc pas, semble-t-il, les actionnaires qui subissent les pertes, mais bien les autres bénéficiaires (administrateurs et autres allocataires). (*Supra*, note 53, p. 42.)

Au regard de la valeur algébrique, on observe une hausse progressive du montant des dividendes – malgré quelques chutes et une vitesse de progression variable.⁵⁴ L'évolution des dividendes dépend de plusieurs facteurs : les résultats annuels, les besoins de liquidités (pour des investissements, dépenses, obligations à venir) ou, plus largement, la situation économique de l'entreprise, la conjoncture internationale, et bien sûr la politique de distribution établie par le conseil d'administration. Cette politique prévoit clairement ici une distribution régulière et progressive – autrement dit, des revenus annuels et (dans la mesure du possible) croissants pour les actionnaires (même si la priorité demeure l'enrichissement de l'entreprise).

Au regard du taux d'affectation du bénéfice total par contre, on observe une forte diminution de la part des actionnaires à partir de 2012, malgré le décollage simultané des

⁵⁴ En termes de dividende brut par action, on observe une croissance relativement importante entre 2007 et 2009 (passant de 3,68 à 4,48 euros). En 2010, suite à un fractionnement d'actions, le dividende a été ajusté à 0,92 euro, tandis que le nombre total d'actions en circulation a été multiplié par cinq, passant de 33,5 à 168,3 millions – une opération qui n'a pas affecté le rendement des actionnaires, précisons-le, dont le pourcentage de participation dans l'entreprise demeurait inchangé. Par la suite, le dividende a progressivement augmenté pour atteindre 1,47 euro en 2020, avant deux diminutions successives. En 2023-2024, une plus-value exceptionnelle a permis d'élever le dividende brut par action à 2,38 euros. (Colruyt Group, RA 2023/24, « Dividende », p. 32.)

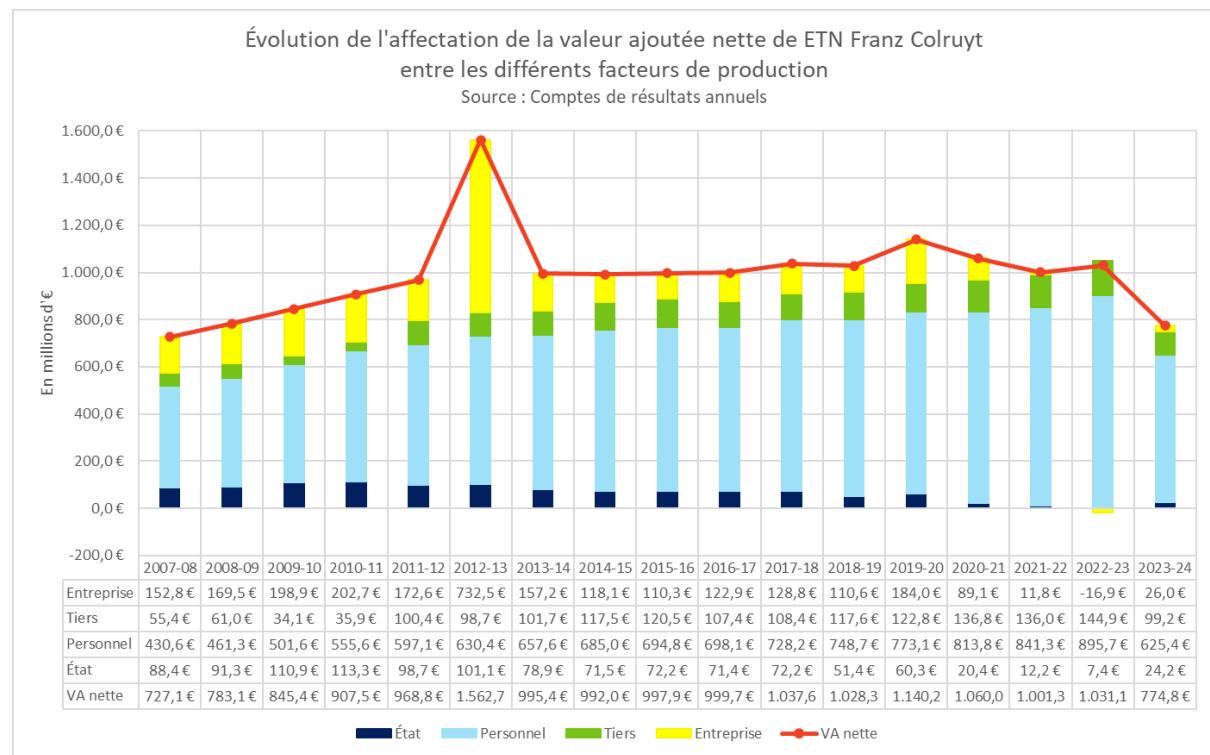
revenus de l'entreprise. Entre 2007 et 2011, les dividendes représentent en moyenne 45 % du total à affecter (52 % si l'on tient compte de l'ensemble des bénéfices distribués) ; leur taux moyen chute à 15,3 % entre 2012 et 2020 ; puis à 6,3 % à partir de 2021. Une pente relative donc, au regard de la croissance de leur valeur algébrique, mais significative tout de même d'un changement de stratégie en matière de gestion des bénéfices à partir de 2012, et révélatrice de la croissance à venir de l'entreprise.

Soulignons enfin la nette remontée des dividendes lors du dernier exercice – lesquels triplent pratiquement par rapport à 2022-2023, atteignant ainsi leur niveau record. Cette croissance (corrélative de celle du bénéfice total à affecter) révèle que, sur le plan financier cette fois, la restructuration a largement profité tant à l'entreprise qu'à ses actionnaires. Elle n'a toutefois pas suffi, notons-le, à empêcher la sortie de Colruyt du Bel 20.

Conclusion

La richesse créée par Colruyt SA à partir de ses activités d'exploitation (autrement dit, la valeur ajoutée) suffit à rémunérer les quatre facteurs de production (*cf. graphique C. 16*). Nous verrons dans la suite de ce travail que ce n'est pas toujours le cas.

Graphique C. 16



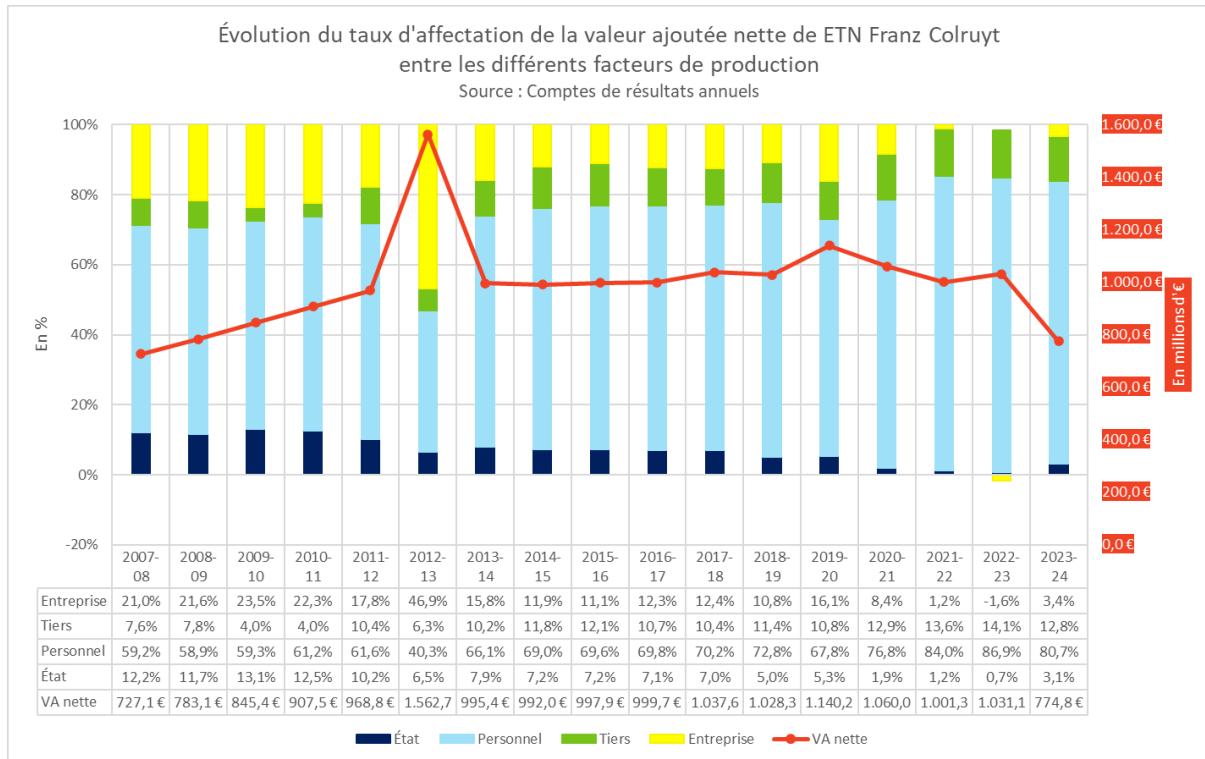
La plus grande part de la valeur ajoutée – et de loin – revient au personnel de l’entreprise, dont les coûts salariaux augmentent de façon stable et progressive au fil des exercices (à l’exception du dernier). Ces coûts croissent toutefois plus rapidement que la valeur ajoutée, réduisant peu à peu l’écart qui sépare les deux courbes. La part affectée au personnel est ainsi de plus en plus importante – au détriment d’autres facteurs de production (*cf.* graphique C. 17). Si ce partage paraît refléter une dynamique positive de redistribution de la richesse créée en faveur des salarié·es, il traduit probablement aussi une diminution de l’efficience des processus de production (et donc, des marges bénéficiaires). Compte tenu de la conjoncture économique de ces dernières années, cela semble expliquer (au moins en partie) la restructuration de l’entreprise opérée en 2023.

L’évolution des chiffres reflète la stratégie de croissance et d’expansion entamée par Colruyt SA depuis des années. Pour soutenir cette croissance, l’entreprise recourt de plus en plus aux capitaux étrangers – ce qui augmente corrélativement la part affectée aux tiers dans le partage de la valeur ajoutée.

C’est l’État qui apparaît le grand lésé dans ce partage, puisque les charges fiscales de l’entreprise diminuent progressivement tandis que la valeur ajoutée augmente. Cette chute est corrélative de la baisse des impôts sur le résultat – laquelle résulte de mesures d’optimisation ou d’allègement fiscal fixées par l’État lui-même (les Autorités fédérales, orientées par les directives européennes) : déductions et exonérations fiscales diverses prévues par la loi, réforme de l’ISoc., allègements fiscaux en temps de crise (COVID-19).

Quant à l’entreprise et ses actionnaires, l’évolution de leur part (le « bénéfice ajouté ») tend à décroître – en tout cas, à partir de 2013-2014. La croissance de la richesse créée n’est donc pas nécessairement synonyme de profits croissants pour l’entreprise. À ne considérer que l’évolution du bénéfice ajouté, l’on pourrait penser que Colruyt SA est de moins en moins rentable, ce qui est clairement faux au regard de l’évolution de son bénéfice net. Par ailleurs, le focus sur le partage de ce bénéfice (entre les réserves et le report à nouveau, d’une part ; et les dividendes distribués, d’autre part) confirme que l’entreprise (surtout), mais aussi ses actionnaires sont loin d’être en reste en matière de profit. Depuis 2007, les résultats financiers (récurrents et non récurrents) ont permis à Colruyt SA une augmentation massive de ses fonds, ainsi qu’une rémunération annuelle globalement croissante pour ses actionnaires.

Graphique C. 17



Le cas de Colruyt SA révèle certaines limites de la valeur ajoutée comme indicateur permettant l'éclairage et la comparaison de différentes parts allouées aux facteurs de production parce qu'il n'en donne pas une image complète. Non seulement, elle ne permet pas de rendre compte de la masse de profits effectivement amassés par l'entreprise et ses actionnaires, mais en plus elle donne une image biaisée des charges fiscales. La valeur ajoutée, en effet, ne tient pas compte de l'ensemble des contributions fiscales de l'entreprise (précompte mobilier, TVA, cotisations sociales, *etc.*), ni de tous les impôts sur le résultat versés aux pouvoirs publics – certes, non pas directement par la société mère, mais par ses filiales.

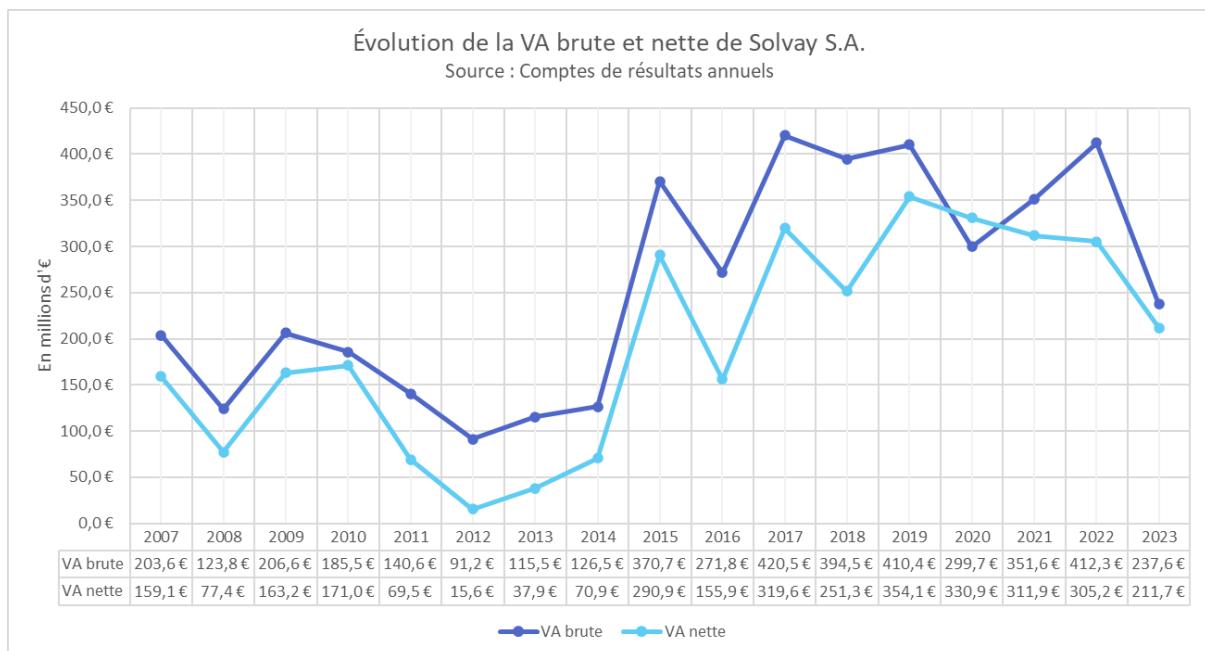
L'étude ne peut donc se limiter à l'analyse d'un seul indicateur, ni donc faire l'économie de l'ensemble des activités de l'entreprise (opérationnelles et financières, récurrentes et non récurrentes), ainsi que des résultats de l'ensemble du groupe qu'elle dirige.

CHAPITRE 2 : SOLVAY SA

La valeur ajoutée

Le graphique S. 1 illustre l'évolution de la valeur ajoutée de Solvay SA, calculée à partir des données issues des comptes annuels, selon la méthode du *Traité*. Entre 2007 et 2022, valeur ajoutée brute et nette croissent de façon importante (+ 102,5 % pour l'une, + 91,8 % pour l'autre) mais très volatile. Leur chute notable en 2023 est due à la scission de la société.⁵⁵

Graphique S. 1



La courbe de valeur ajoutée brute de Solvay SA, quoique volatile, compte deux phases. Entre 2007 et 2014, d'abord, elle demeure assez basse, fluctuant de façon irrégulière et décroissante. La moyenne pour cette période est de 149,2 millions d'euros. D'un point de vue opérationnel, l'entreprise ne semble pas avoir été affectée significativement par la crise de 2008 puisqu'après une chute ponctuelle de 39,2% après 2007, la valeur ajoutée brute remonte de 66,8% en 2009. Elle repart toutefois à la baisse entre 2010 et 2012, durant la crise de la dette européenne (atteignant alors son niveau le plus bas). La seconde phase, entre 2015 et 2022, est

⁵⁵ En mars 2022, la société annonce son intention de séparer ses activités en deux entités indépendantes cotées en bourse : Solvay SA (ou Essential Co) et Syensqo SA (anciennement Specialty Co). Objectif : permettre à chacune de se concentrer sur des domaines d'activité spécifiques et de croître sur des marchés différents. Solvay exploite les activités présentées comme « traditionnelles » et « essentielles » (la production de carbonate de soude et de peroxyde d'hydrogène notamment) ; Syensqo se spécialise dans les matériaux avancés et les solutions axées sur l'innovation et les technologies propres (objectif : croissance verte). Cette scission partielle, financièrement stratégique, est finalisée en décembre 2023. (Solvay, RA 2023, « De solides fondations », pp. 8-15. Syensqo, RA 2023, « Message d'Ilham Kadri, CEO, et de Rosemary Thorne, Présidente du Conseil d'administration », pp. 2-5.)

inaugurée par un pic de croissance de la valeur ajoutée brute (+ 193 % par rapport à 2014). La courbe poursuit ses fluctuations, à la hausse cette fois, avec une moyenne atteignant les 366,4 millions d'euros. La crise du COVID-19 semble toutefois avoir davantage affecté l'entreprise (même si la valeur ajoutée brute repart déjà à la hausse en 2021).

L'asymétrie des courbes de valeur ajoutée brute et nette résulte de la variation irrégulière des amortissements d'exploitation (la dépréciation des actifs immobilisés : machines, bâtiments, équipements, *etc.*) Une telle instabilité est assez inhabituelle pour une entreprise dans la mesure où la méthode d'amortissement est généralement linéaire (la durée de vie de l'actif est prévue dès son acquisition, et son coût est réparti sur plusieurs années de façon régulière). Cela permet, en l'absence d'événements exceptionnels, des amortissements prévisibles et stables. Or, l'évolution des amortissements de Solvay SA suggère des variations significatives en matière d'investissements, des cessions d'actifs, voire des ajustements comptables exceptionnels. En 2010, par exemple, leur forte baisse peut s'expliquer par la cession de certains actifs, voire une baisse de l'activité liée à la crise financière – entraînant une réduction de la base amortissable. *A contrario*, leur hausse progressive entre 2011 et 2018 coïncide avec une intensification des investissements dans certains secteurs (l'aéronautique notamment) – l'acquisition d'actifs industriels augmentant les charges d'amortissement. Notons enfin cette situation inhabituelle de 2020, où leur montant est négatif – entraînant une valeur ajoutée nette supérieure à la brute. Cette situation indique une reprise d'amortissements, c'est-à-dire un ajustement comptable consistant à réduire ou annuler un amortissement précédemment enregistré sur un actif. Cela se produit en cas d'erreurs d'estimation ou d'amélioration des conditions d'utilisation des actifs. Ici, la pandémie du COVID-19 (et l'arrêt partiel de la production qu'elle a entraîné) a suspendu l'amortissement d'une série d'actifs non utilisés.

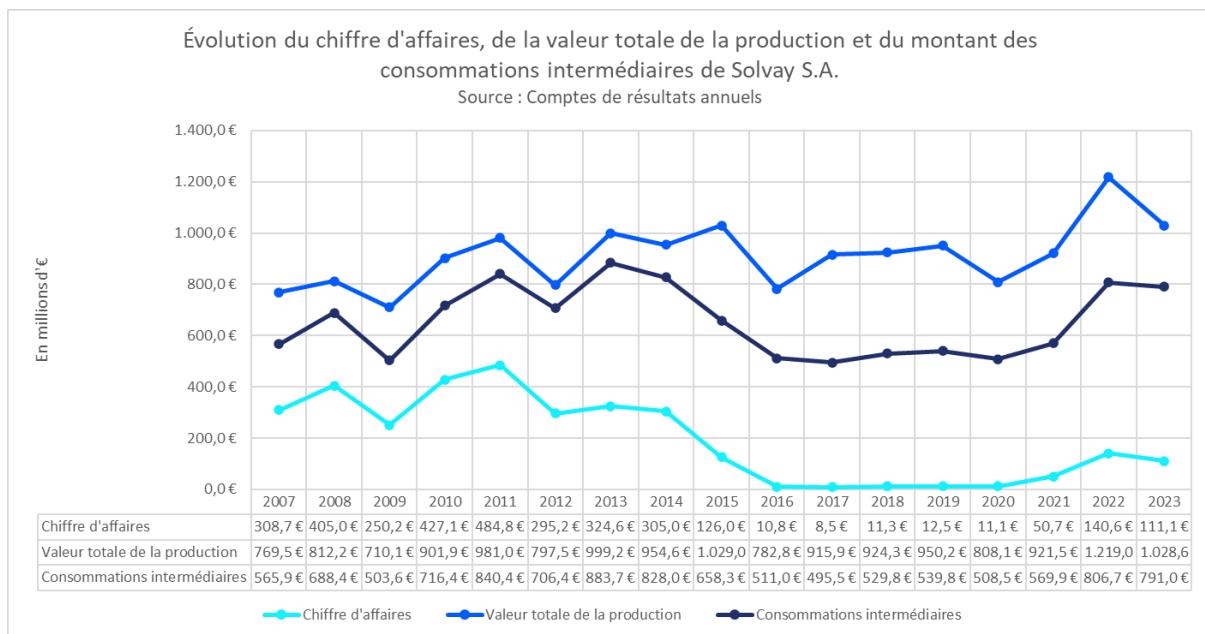
La volatilité de la valeur ajoutée brute s'explique quant à elle par la conjonction de deux facteurs (*cf.* graphique S. 2). D'abord, la lente progression de la valeur totale de la production, en tout cas jusqu'en 2021 puisque sa croissance par rapport à 2010 n'est plus que de 2,2 %. Cette croissance est ralentie à partir de 2012 par la forte baisse du chiffre d'affaires⁵⁶ – baisse qui s'accélère en 2015 suite aux cessions à venir des activités chlorovinyles (PVC).⁵⁷ L'autre

⁵⁶ Cette baisse du chiffre d'affaires est compensée par la croissance progressive et constante des *autres produits d'exploitation* (compte 74) – ce qui permet d'atténuer l'impact sur la valeur totale de la production. Ces autres produits d'exploitation englobent les revenus issus des activités courantes de l'entreprise, mais qui ne relève ni des ventes, ni de prestation de services – les revenus liés aux licences et brevets, par exemple, ou liés au recyclage.

⁵⁷ Ce projet, en plusieurs phases, est entamé en 2013 via le lancement de la coentreprise européenne Inovyn, en partenariat avec Ineos – à qui Solvay cède l'entièreté de ses parts en 2016. Ceci marque alors la fin de ses activités européennes de PVC. S'ensuit, la même année, la cession de ses parts dans la filiale Vinythai, marquant par là-

facteur déterminant est la baisse simultanée des consommations intermédiaires, en raison de la chute drastique des *approvisionnements et marchandises* (compte 60) également causée par la cession des activités chlorovinyles. La production de PVC, en effet, est gourmande en matières premières (chlore et éthylène notamment). L'arrêt de cette production a réduit les besoins en approvisionnement de l'entreprise. De la même manière, durant la pandémie de COVID-19, la baisse de la demande dans de nombreux secteurs (comme l'automobile et l'aéronautique, par exemple) a également réduit la production et impacté les besoins en marchandises de la société.

Graphique S. 2



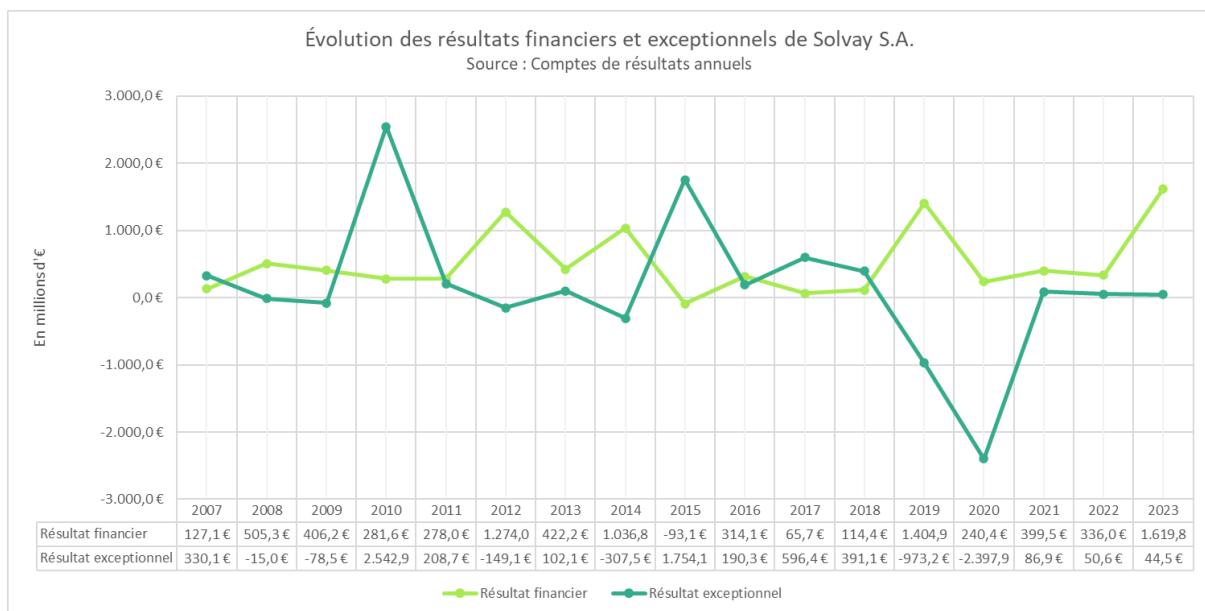
L'impact de la conjoncture économique sur les résultats d'une entreprise est relatif. Chez Solvay SA, au cours de la période étudiée, les différentes crises qui se sont succédé ont inégalement et modérément affecté les résultats annuels vu l'évolution globalement à la hausse des courbes de valeur ajoutée. Pourtant, comparée à Colruyt SA, la conjoncture semble avoir ici davantage compté (particulièrement en 2010 et durant le COVID, en témoigne la chute drastique des amortissements d'exploitation). Cela s'explique entre-autre par la différence de secteur d'activité : grande distribution (alimentaire et non alimentaire), d'un côté ; chimie et matériaux avancés, de l'autre (ce dernier étant considéré, en pandémie, comme non essentiel).

même sa sortie des activités asiatiques de PVC. L'arrêt complet des activités s'opère en 2023, lorsque Solvay finalise la vente de ses parts dans la coentreprise RusVinyl, à son partenaire Sibur. Cette décision repose sur des facteurs stratégiques, économiques et environnementaux : perte de rentabilité de la production en Europe (face à un marché très concurrentiel), accentuée par une réglementation européenne de plus en plus stricte concernant les émissions de gaz à effet de serre et les produits chimiques. Or, la production de PVC a un coût environnemental important en termes de consommation d'énergie et de pollution.

Les résultats financiers et exceptionnels

Comme pour Colruyt, nous calculons les résultats financiers annuels de Solvay SA en soustrayant les charges (compte 65) des produits récurrents (compte 75). Nous obtenons une courbe en dents de scie (*cf. graphique S. 3*), mais avec des résultats positifs (excepté en 2015) parfois vertigineux. Autrement dit, malgré une croissance très volatile, l'entreprise totalise des produits financiers largement supérieurs à ses charges.

Graphique S. 3



À la lecture des comptes de résultats annuels, on constate que les résultats financiers récurrents de l'entreprise sont directement déterminés par les retours sur investissements, issus des placements financiers à long terme (*les produits des immobilisations financières*, code 750).

Si la forte volatilité des chiffres ne permet pas d'identifier des tendances significatives, le calcul du taux de croissance annuel moyen (CAGR) confirme l'évolution à la hausse (sur le long terme) des résultats financiers récurrents puisque ce taux s'élève à + 17,24 %. Des résultats quasi systématiquement positifs (voire très positifs) indiquent la capacité de l'entreprise à générer des profits financiers, même dans un contexte difficile.

Dans les années qui suivent la crise financière de 2008, par exemple, on observe une baisse limitée des chiffres, lesquels demeurent bien supérieurs à 2007 (la moyenne entre 2009 et 2011 dépassant les 320 millions d'euros de revenus). Les revenus financiers connaissent

ensuite une forte croissance, avec deux pics franchissant le cap du milliard d'euros en 2012 et 2014, grâce à des *produits des immobilisations financières* exceptionnellement élevés.⁵⁸

En 2015 par contre, Solvay SA enregistre son unique perte (de la période étudiée) puisque son résultat financier récurrent chute à - 93,1 millions d'euros. Bien que l'entreprise connaisse une hausse importante de ses charges (compte 65), cette perte résulte d'abord de la baisse plus importante de ses revenus (compte 75) : + 23,6 % de charges par rapport à 2014, contre - 83,8 % de produits (principalement les rentes issues de ses filiales, compte 750). Plusieurs facteurs expliquent ces fluctuations, entre autres un contexte économique difficile. Le rapport financier de 2015 mentionne des turbulences sur le marché du pétrole et du gaz en Amérique du Nord et une faible demande sur les marchés des câbles en acétate de cellulose.⁵⁹ Cette situation a vraisemblablement affecté les résultats des filiales (Acetow notamment), réduisant ainsi les dividendes et autres rentes versés à la société mère.⁶⁰

Soulignons enfin les résultats record de 2019 (plus de 1,4 milliard d'euros) et 2023 (plus de 1,6 milliard) atteints essentiellement grâce aux revenus vertigineux issus des filiales (compte 750).⁶¹ Entre ces deux années exceptionnelles, les résultats financiers récurrents de Solvay SA demeurent dans la moyenne de ce qu'ils étaient avant 2019 (hormis 2012 et 2014). Ces résultats confirment la « résilience » du groupe – selon ses propres dires – dans un contexte mondial « très difficile », marqué par la pandémie de 2020 et l'inflation de 2022.⁶²

*

Quant aux résultats exceptionnels – calculés en déduisant les charges (compte 66) des produits (opérationnels et financiers) non récurrents (compte 76) –, leur évolution au cours de

⁵⁸ En 2012, par exemple, ces produits atteignent près de 1.374,9 millions d'euros, soit une augmentation de plus d'un milliard d'euros par rapport à l'année précédente. Ce boom semble lié à l'acquisition de Rhodia, grande entreprise française de chimie, fin août 2011. Cet achat permit à Solvay de bénéficier de nouveaux revenus, notamment sous forme de dividendes. Notons également que cette même année, l'entreprise connaît une hausse significative du cours de son action (+ 37,5 % sur l'année).

⁵⁹ Solvay, 2015 Annual Report. Asking more, « Highlights of 2015 », p. 75.

⁶⁰ Notons que le rapport mentionne aussi des fluctuations au niveau des taux de change, lesquelles ont pu impacter les charges récurrentes de la société mère. La rubrique *Autres charges financières* (code 652/9 du compte de résultat) est en effet en hausse cette année-là (+ 133,6 %). Et la transformation du groupe poursuivie en 2015 (via l'acquisition de Cytec) a également impacté indirectement les comptes sociaux de Solvay SA.

⁶¹ En 2023, par exemple, ces produits atteignent 1.797,2 millions d'euros et semblent directement liés à la scission du groupe. Cette scission a en effet entraîné une redistribution stratégique des réserves financières intra-groupe (Solvay, RA 2023, « Principales actions en 2023 », p. 163.) C'est ce qui expliquerait les dividendes particulièrement élevés versés à la société mère (quoique le détail des transactions ne soit pas disponible). Notons par ailleurs que malgré leur ampleur exceptionnelle, ces dividendes sont classés comme récurrents car ils proviennent de l'activité normale de gestion des participations de la holding.

⁶² Solvay, RA 2022, « Rapport de rémunération », p. 132.

la période étudiée se caractérise par une très forte volatilité, tombant souvent dans le négatif (six cas sur dix-sept). L'entreprise a d'ailleurs subi deux pertes colossales en cascade : - 973,2 millions d'euros en 2019 ; - 2.397,9 millions en 2020. Si la volatilité des résultats n'est pas en soi significative – la « non récurrence » étant, par nature, non linéaire –, elle reflète tout de même la profonde transformation du groupe depuis plus de dix ans, ainsi que la forte sensibilité de ses activités à la conjoncture économique.

Sans trop entrer dans le détail, relevons quelques éléments intéressants au sujet de deux résultats particulièrement exceptionnels : 2010 et 2020.

En 2010, Solvay SA a réalisé une plus-value record de plus de 2,5 milliards d'euros suite à la vente des activités pharmaceutiques du groupe à Abbott Laboratories (une entreprise pharmaceutique américaine) pour un montant total de 5,2 milliards d'euros.⁶³ Cette transaction majeure, motivée sur papier par une « vision stratégique à long terme, destinée à assurer la croissance durable et rentable du Groupe »⁶⁴, a permis à Solvay de se recentrer sur ses activités chimiques et plastiques. Il est intéressant de noter que, dans le compte de résultats annuel de la société mère, ce produit a été enregistré dans la rubrique relative aux *reprises de réductions de valeur sur immobilisations financières* (compte 761), plutôt que dans la rubrique relative aux plus-values (*plus-values sur réalisation d'actifs immobilisés*, compte 763).⁶⁵ Autrement dit, dans sa comptabilité, Solvay SA a choisi d'enregistrer le produit issu de cette vente non pas en tant que plus-value de cession, mais en tant que revalorisation (après une dépréciation antérieure). En d'autres termes, en privilégiant le compte 761 plutôt que le 763, l'entreprise présente la transaction comme une correction technique plutôt qu'un gain exceptionnel. Bien que conforme aux normes IFRS, on pourrait interpréter cette approche comptable comme une manœuvre, une stratégie de communication financière visant à lisser l'impact exceptionnel de la transaction. Si cette approche permet à la fois de maintenir une certaine cohérence dans la présentation des résultats (en lien avec les dépréciations passées) et de minimiser l'aspect exceptionnel de la vente (permettant le cas échéant de rassurer les investisseurs sur la stabilité du groupe), cette approche offre aussi des avantages fiscaux – quoique le détail ne soit pas publié. Le traitement fiscal des revalorisations financières n'est en effet pas le même que celui des plus-values. Par ailleurs, en minimisant l'aspect financier de la transaction, Solvay peut

⁶³ Solvay, *RA 2010*, « Cession de participations », p. 105.

⁶⁴ Solvay, *RA 2009*, « Stratégie », p. 5.

⁶⁵ En fait, sur le montant total des gains, 2.464,5 millions d'euros ont été enregistrés dans le compte 761 et 156,9 millions d'euros dans le compte 763.

mettre davantage l'accent sur sa transformation stratégique (son recentrage « durable » sur les activités chimiques et plastiques) plutôt que sur ses gains.⁶⁶

En 2020, c'est une perte record que Solvay SA enregistre : près de - 2,4 milliards d'euros. Ce gouffre s'explique essentiellement par la dépréciation des actions⁶⁷ de deux filiales : Solvay Holding Inc. (- 1.880 millions d'euros) et Solvay Finance Luxembourg (- 185 millions d'euros).⁶⁸ En cause : la pandémie du COVID-19. Cette crise a fortement perturbé les marchés financiers mondiaux et les perspectives économiques en 2020, entraînant une baisse de la valeur des actifs dans de nombreux secteurs (chimique, aéronautique, automobile notamment) où opère le groupe.⁶⁹ L'autre facteur à l'origine de cette perte exceptionnelle est l'augmentation des *provisions pour risques et charges d'exploitation non récurrents* (compte 6620) : près de 350,3 millions d'euros répertoriés. Cette charge opérationnelle non récurrente correspond à des provisions pour les restructurations du groupe – conformément au plan stratégique G.R.O.W.⁷⁰

Notons enfin cette phase d'accalmie depuis 2021, avec des résultats glissant doucement de 86,9 à 44,5 millions d'euros (2023). Cette accalmie suggère une période de consolidation après les transformations majeures de groupe. Il est d'ailleurs intéressant de noter que la scission n'a pas généré de flambée des résultats non récurrents – les produits et charges liées à sa réalisation ayant été enregistrées dans les comptes relatifs aux activités récurrentes de la société mère.

La richesse globale créée par Solvay SA

⁶⁶ Notons qu'*a contrario*, l'importante plus-value de 2015 (plus de 1,7 milliard d'euros) – liée cette fois à une opération de croissance (l'acquisition de Cytec, une entreprise américaine spécialisée dans la fabrication de résines, plastiques et matériaux composites) – a, quant à elle, été enregistrée en grande majorité dans le compte 763. Cette plus-value est due à la fois à la cession d'actifs immobilisés – cession nécessaire au financement de l'acquisition, dont le coût total s'élève à 5,5 milliards de dollars (Solvay, *2015 Annual Report*, « Financial risk », p. 66) –, ainsi qu'à la réévaluation d'autres actifs.

⁶⁷ 2.065,5 millions d'euros enregistrés dans le compte 661, *Réductions de valeur sur immobilisations financières*.

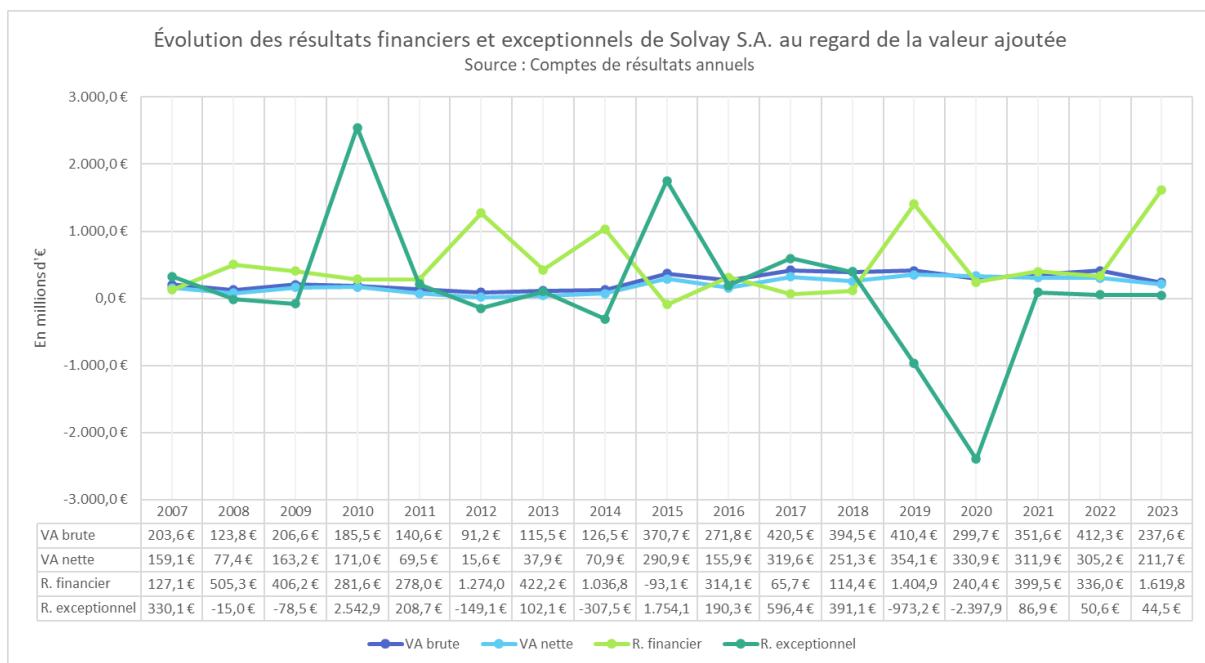
⁶⁸ Solvay, *RA 2020*, « États financiers abrégés de Solvay SA », p. 288.

⁶⁹ Solvay Holding Inc. – holding basée aux États-Unis, très impliquée dans les activités liées à la chimie de spécialité et les matériaux avancés (pour l'aéronautique notamment) – a été particulièrement affectée par la pandémie et le ralentissement corrélatif du secteur aéronautique nord-américain (Boeing). La baisse significative de la demande réduisant *ipso facto* la production industrielle mondiale, avec des conséquences financières massives.

⁷⁰ Annoncé en 2019, entamé en 2020, G.R.O.W. (*Growth Resilience Optimization Win*) est une stratégie à moyen terme de Solvay, menée en parallèle du programme de développement durable Solvay ONE Planet. Cette stratégie devait permettre « d'assurer la croissance, de générer du cash et d'accroître la création de valeur ». (Solvay, *RA 2019*, « Stratégie », p. 70.) Objectif : réaliser des économies structurelles à l'horizon 2024. La scission du groupe trois ans plus tard apparaît comme l'aboutissement de cette stratégie. En 2020 en tout cas, G.R.O.W. a justifié la fermeture de plusieurs sites de production et environ mille trois cents licenciements. (Solvay, *RA 2020*, p. 70.)

Les résultats financiers récurrents de Solvay SA dépassent souvent (et parfois de très loin) la valeur ajoutée (onze cas sur dix-sept, cf. graphique S. 4), ainsi que les résultats non récurrents (dans douze cas). Ce sont donc les activités financières de l'entreprise qui constituent sa principale source de richesse. *A fortiori* quand, en 2007, 2015 et 2017, les produits exceptionnels sont les plus lucratifs, c'est bien grâce à des *plus-values sur réalisation d'actifs immobilisés* (compte 763)⁷¹ – les activités financières non récurrentes « rattrapant », pour ainsi dire, le manque à gagner des activités récurrentes.⁷² Autrement dit donc, ce n'est pas d'abord grâce aux activités d'exploitation que Solvay SA génère des revenus (et s'enrichit).

Graphique S. 4



Pour éviter toute confusion, une précision s'impose.

Encadré 12 : Crée de la richesse vs s'enrichir

D'un point de vue macroéconomique, la création de richesse implique la production directe d'un bien ou d'un service – raison d'être des activités opérationnelles d'une entreprise (à l'exception des holdings). L'entreprise transforme des ressources (matières premières, travail, capital) en produits dont la valeur est supérieure à la somme des composants. Ce sont ces produits nouvellement créés qu'on appelle « richesse » ; ils sont considérés comme une contribution directe à l'économie d'un pays dans la mesure où ils participent à l'augmentation

⁷¹ Code 7631 à partir de 2016.

⁷² Notons que ceci vaut également en 2018 (même si le produit exceptionnel ne dépasse pas la valeur ajoutée brute), mais pas en 2010 puisque le produit exceptionnel cette année-là est de nature opérationnelle.

du PIB. Le montant de cette richesse créée (sa valeur économique), on le voit dans ce travail, se mesure au travers du calcul de la valeur ajoutée. Cette richesse profite à toute l'économie dans la mesure où elle est redistribuée aux différents facteurs de production : salarié·es, État, prêteurs de capitaux et entreprise (actionnaires compris).

L'enrichissement de l'entreprise, par contre, n'est pas corrélatif de la création de richesse. S'il peut être le fruit des activités opérationnelles (et se mesurer au regard du bénéfice ajouté), il résulte généralement bien davantage des activités financières. Celles-ci, au-delà de leur fonction de gestion (comptabilité, trésorerie, financement, risques, fiscalité, *etc.*), peuvent être source de revenus importants – grâce notamment aux investissements dans des actifs financiers (actions ou participations), aux opérations de fusion-acquisition, *etc.* Si ces activités financières profitent avant tout à l'entreprise, il convient de préciser qu'elles peuvent aussi indirectement bénéficier à l'économie dans son ensemble. En réinvestissant ses profits dans la croissance de son exploitation, l'entreprise investit dans l'achat de matériel, l'innovation, l'embauche – contribuant ainsi à la croissance économique et la création d'emploi. Certains estiment même que les dividendes versés aux actionnaires renforcent leur pouvoir d'achat et leur capacité à investir – finançant (et par-là même soutenant) d'autres entreprises. Hommage aux abeilles de Mandeville⁷³ et à la main invisible de Smith⁷⁴.

« Les activités principales de Solvay SA, lit-on dans les rapports annuels, consistent, d'une part, à détenir et gérer un certain nombre de participations dans des sociétés du Groupe et, d'autre part, à financer les activités du Groupe à partir des marchés bancaires et obligataires. [Depuis 2017,] Solvay SA a également des activités d'affacturage [...]. Par conséquent, Solvay SA possède et gère les créances commerciales du Groupe pour des clients établis en Europe et en Asie. Il gère le centre de recherche de Neder-Over-Heembeek [...] et un nombre très limité d'activités commerciales non couvertes par des filiales. »⁷⁵

Plus holding que véritable acteur industriel donc, il n'est pas étonnant que Solvay SA génère davantage de revenus grâce à ses activités financières que par son exploitation. D'autant que les revenus issus de la gestion des participations, soulignons-le, bénéficient souvent de dispositifs fiscaux avantageux tels que le régime mère-fille⁷⁶, les rendant d'autant plus lucratifs. Dans le cas d'une holding « mixte » (Chéry, 2008) comme Solvay SA, les revenus financiers ne constituent pas, disons, un supplément de revenus (comme pour Colruyt SA), mais bien la

⁷³ Bernard Mandeville, *La fable des abeilles. Les vices privés font les biens publics* (1714).

⁷⁴ Adam Smith, *Théorie des sentiments moraux* (1754) et *Richesse des nations* (1776).

⁷⁵ Solvay, *RA 2020*, « États financiers abrégés de Solvay SA », p. 287.

⁷⁶ Le régime mère-fille se traduit par le mécanisme des RDT. (*Supra*, note 44, p. 35.)

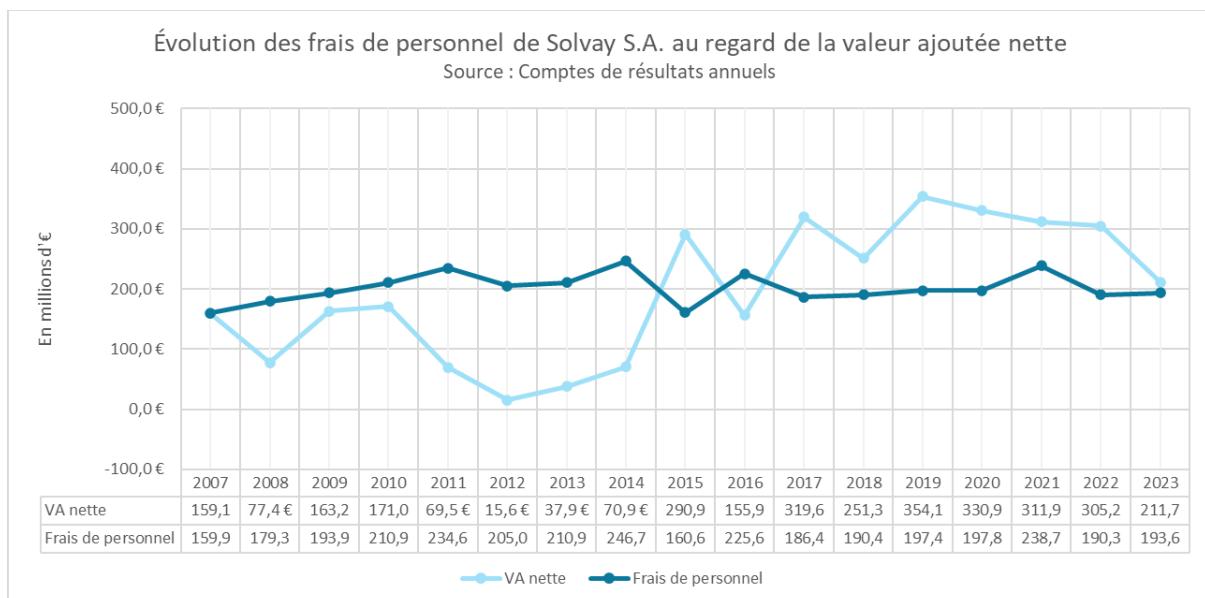
partie intégrante des bénéfices. De ce fait, nous nous interrogeons sur son modèle économique. Nous verrons qu’au regard du partage de la valeur ajoutée, l’entreprise est totalement déficitaire – cumulant les pertes ajoutées pour couvrir ses charges. Entre 2007 et 2014, par exemple, la valeur ajoutée nette ne couvre même pas les coûts salariaux ; pas même les charges d’intérêts dans plusieurs cas. Si cette situation confirme la totale dépendance de l’entreprise aux activités financières (et aux performances des filiales, entreprises communes, coentreprises et entreprises associées), elle suggère aussi une fragilité structurelle de son exploitation. La scission partielle opérée en 2023 apparaît ici comme une tentative de recentrage visant à améliorer la rentabilité.

La répartition de la valeur ajoutée de Solvay SA

Le personnel

La graphique S. 5 illustre l’évolution des charges de personnel (compte 62 + 635) et de la valeur ajoutée nette de Solvay SA entre 2007 et 2023. Le constat est d’emblée frappant : les charges surpassent à de nombreuses reprises (neuf cas sur dix-sept) la valeur ajoutée, mettant en lumière le déséquilibre structurel que nous venons d’aborder. La richesse créée par l’entreprise à travers ses activités d’exploitation ne suffit donc pas (toujours) à rémunérer les travailleur·ses. Si l’entreprise peut compenser le déséquilibre, c’est entre autres grâce à ses revenus financiers, mais aussi à des ajustements comptables.

Graphique S. 5

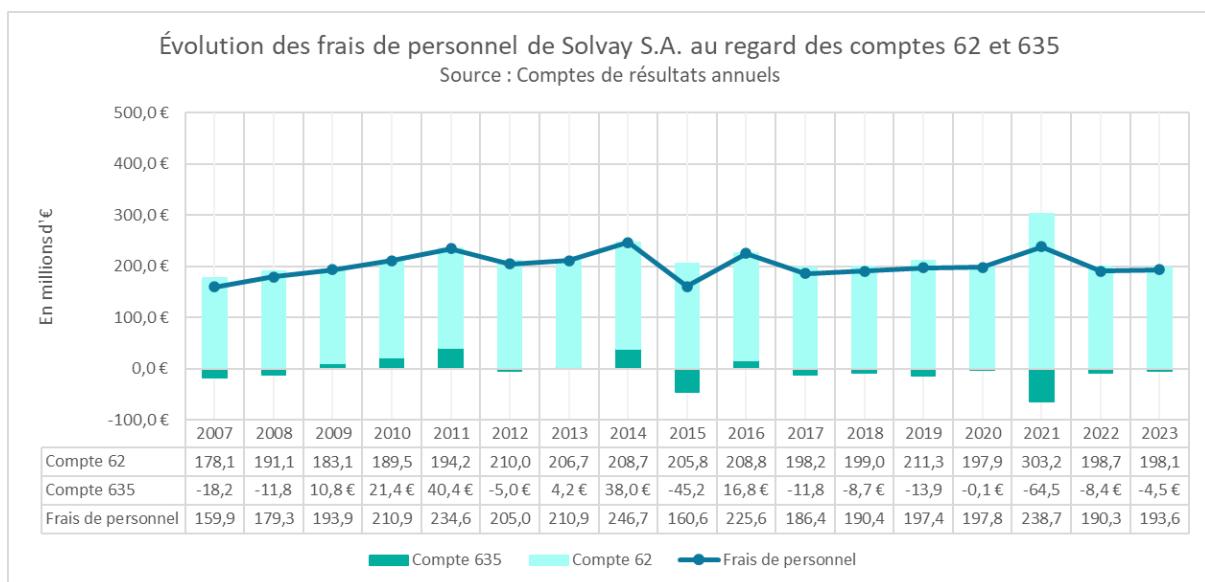


Au regard de la volatilité de la valeur ajoutée, les charges de personnel paraissent globalement assez stables, oscillant autour d'une moyenne de 201,3 millions d'euros. Les courbes semblent par ailleurs complètement décorrélées : la capacité de l'entreprise à rémunérer les travailleur·ses ne semble pas dépendre des performances opérationnelles.

On observe tout de même une évolution en deux temps. Entre 2007 et 2014 (avec un reliquat en 2016), les frais de personnel dépassent largement la valeur ajoutée nette. En 2012, d'ailleurs, cette dernière chute à son niveau le plus bas (15,6 millions d'euros) alors que les charges salariales atteignent 205 millions (soit plus de 1300 % de la richesse créée). Nonobstant, les retours sur investissements record cette année-là ont fait contrepoids. À partir de 2015, on observe une nette *remontada* de la valeur ajoutée – quoique de courte durée, déclinant dès 2019. Sa chute importante en 2023 interroge sur l'efficience opérationnelle et stratégique de la scission, dans la mesure où le montant de la valeur ajoutée frôle à nouveau celui des charges salariales.⁷⁷

Le zoom sur la courbe des frais de personnel et ses composantes (les *rémunérations*, *charges sociales et pensions*, compte 62 ; et les *provisions pour pensions et obligations similaires*, compte 635) apporte un éclairage complémentaire (*cf.* graphique S. 6).

Graphique S. 6



Le compte 62, qui regroupe les charges de personnel courantes, demeure plutôt stable, oscillant autour de 200 millions d'euros – sauf en 2021 où on observe une forte augmentation à

⁷⁷ Précisons que, d'après les publications de Solvay, la chute de la valeur ajoutée en 2023 s'expliquerait moins par la scission que par une baisse des ventes. (Solvay, RA 2023, « Performance », p. 71.)

303,2 millions d'euros. À l'inverse, le compte 635 connaît de fortes variations, avec des reprises importantes en 2015 (- 45,2 millions d'euros) et 2021 (- 64,5 millions d'euros) – reprises qui ont permis d'atténuer ponctuellement l'impact des charges de personnel sur le résultat net. Ici encore, ce sont des ajustements comptables qui ont rendu possible le maintien de l'équilibre.

Et ce n'est pas tout. L'évolution des charges de personnel semble également décorrélée de l'évolution des effectifs. Entre 2007 et 2023, l'effectif moyen de Solvay SA diminue de 23,8 % (passant de 953 ETP à 726).⁷⁸ Si cette pente n'est pas régulière, elle détonne tout de même avec l'évolution des frais de personnel. La baisse de l'effectif ne s'est pas traduite par une diminution proportionnelle des charges salariales. Une situation paradoxale en apparence qui s'explique en fait par plusieurs facteurs.

Des augmentations de salaire, d'abord, ainsi que des changements dans la structure de rémunération (incluant davantage de composantes variables et des primes de performance).⁷⁹ Un recentrage sur « les talents clés », ensuite, et sur les postes à haute responsabilité – justifiant la réduction d'autres types d'effectifs.⁸⁰ Ce recentrage a notamment été opéré via la mise en place d'un plan de rétention. Parmi les mesures de 2023 figure une prime exceptionnelle (et controversée)⁸¹ de 12 millions d'euros attribuée à la CEO, Ilham Kadri.⁸² Les coûts liés aux restructurations, enfin, entre autres la préparation de la scission (avec les indemnités de départ et les plans de retraite anticipée). Sans parler des facteurs exogènes (conjoncturels), tels que l'inflation ou la pandémie de COVID-19, lesquels ont pu générer des ajustements salariaux, que ce soit pour maintenir le pouvoir d'achat des employés ou adapter les conditions de travail.

En résumé, la stabilité apparente des charges de personnel de Solvay SA masque en fait une transformation profonde du modèle social (réduction des effectifs, externalisations, hausse

⁷⁸ Solvay SA, *Comptes annuels*, 2007-2023, « Bilan social ».

⁷⁹ Objectif : aligner la politique de rémunération des employés et des cadres sur les performances du groupe, et non plus sur les performances individuelles. (Solvay, *RA 2022*, p. 133 ; et Solvay, *Remuneration policy 2022, « Policy Review »*, pp. 1-2. https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2022-04/2.2.%20executive%20Remuneration%20policy%202022%20FINAL%20EN_0.pdf)

⁸⁰ Les rapports de Solvay révèlent une transformation profonde de sa stratégie RH et de son modèle social. L'entreprise a mis en œuvre une externalisation croissante des fonctions support (pour la comptabilité, le service client, le support informatique, et même les ressources humaines). Autrement dit, certaines activités – jugées secondaires ou à faible valeur ajoutée – sont désormais déléguées à des prestataires externes spécialisés. Cette démarche vise un double objectif : diminuer les effectifs industriels et ainsi optimiser les charges salariales. (Lire à ce propos les articles de *L'Echo*, « Solvay restructure ses fonctions de support, 64 emplois belges supprimés » (13 janvier 2021) et « Solvay a limité la casse en 2020 » (24 février 2021).)

⁸¹ Lire à ce propos l'article de la FGTB, « Solvay et les... 12 millions ! », du 6 décembre 2023.

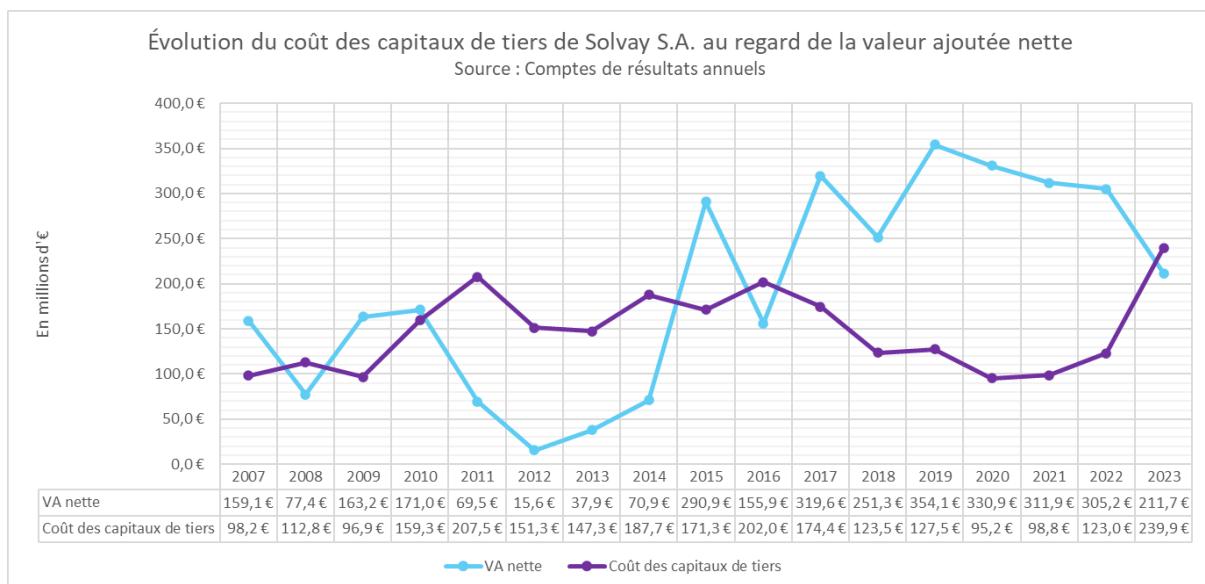
⁸² Solvay, *RA 2023*, p. 131. Un paradoxe compte-tenu du fait que, la même année, le groupe a rejoint l'initiative du Pacte mondial des Nations Unies pour garantir un salaire *décent* à tou·tes ses salariés d'ici 2026 (*ibid.*, p. 46).

des cadres), ainsi qu'un recours aux ajustements comptables (avec des reprises de provisions) permettant de compenser partiellement les hausses de charges d'exploitation.

Les capitaux de tiers

L'évolution du coût des capitaux de tiers de Solvay SA dessine une courbe sinuuse (*cf.* graphique S. 7), contrastant avec celle plus linéaire des charges de personnel. Cependant, le constat demeure : un déséquilibre récurrent entre les performances et les charges.⁸³ À plusieurs reprises, le coût annuel des dettes financières (remboursements des tiers et intérêts) dépasse la valeur ajoutée nette – quand il n'en absorbe pas une part significative.

Graphique S. 7



Deux tendances se distinguent particulièrement.

Entre 2011 et 2014, on observe une période assez critique de surendettement : les charges surpassent largement la valeur ajoutée. Les rapports annuels justifient cette augmentation significative de l'endettement par la croissance du groupe (pour financer des acquisitions stratégiques et des restructurations). Principale opération de cette période : l'acquisition de Rhodia en 2011 – achat qui a entraîné des dettes financières massives pour le groupe, frôlant les 4,2 milliards d'euros.⁸⁴ Pour la société mère cette année-là, la charge s'élève

⁸³ Pour rappel, nous calculons la part de la valeur ajoutée revenant aux tiers, conformément au *Traité*, en additionnant pour chaque exercice les *charges des dettes* (code 650 du compte de résultats) et le *montant de l'escompte à charge de la société sur la négociation de créances* (code 653).

⁸⁴ Solvay, RA 2011, « Notes à l'état de situation financière (bilan) », p. 128.

à près de 207,5 millions d'euros (+ 30,2 % par rapport à 2010), tandis que la valeur ajoutée entame un plongeon, avec un premier palier à 69,5 millions d'euros, avant d'atteindre son niveau le plus bas l'année suivante (15,6 millions d'euros, soit - 90,9 % en deux ans). Parallèlement, cette période est marquée par la crise de la dette souveraine (2011-2013) qui alourdit encore les charges financières en raison des taux d'intérêt élevés. Après cela, le groupe amorce une stratégie de désendettement progressif⁸⁵, laquelle se traduit chez Solvay SA par une amélioration notable dès 2015 : l'augmentation considérable de la valeur ajoutée (+ 310,3 % par rapport à 2014), surpassant désormais le coût des dettes (sauf en 2016).

Entre 2017 et 2022, l'entreprise maintient le cap vers une gestion plus optimisée de ses dettes financières, favorisée par des taux d'intérêt plus avantageux (du moins, jusqu'en 2020).⁸⁶ En 2019, Solvay SA procède à l'émission d'une obligation de 600 millions d'euros, assortie d'un coupon particulièrement faible (0,5 %) et d'une échéance fixée en 2029, et rembourse par anticipation une obligation de 800 millions de dollars (coupon de 3,4 %).⁸⁷ Cette opération permet non seulement de réduire le coût global de l'endettement, mais d'en allonger la maturité moyenne, c'est-à-dire de repousser l'échéance des remboursements, répartissant les paiements sur plusieurs années. Cela offre à l'entreprise une plus grande flexibilité financière. Au regard du partage de la valeur ajoutée cette année-là, la part affectée aux tiers baisse à 36 % – soit une part plus équilibrée. En 2020, le taux d'affectation atteint son niveau le plus bas (28,8 %) grâce à un ajustement prudent de la stratégie de financement pour faire face à la pandémie.⁸⁸ En dépit de ces efforts, le taux d'affectation de la valeur ajoutée remonte dès l'année suivante et s'élève à 40,3 % en 2022, rappelant le fragile équilibre que nous évoquions plus haut.

La scission de 2023 entraîne un rebasculement, avec l'explosion des dettes (lesquelles ont quasi doublées depuis 2022)⁸⁹ et la chute importante de la valeur ajoutée nette (- 30,6 %).

⁸⁵ Solvay, *2015 Annual Report*, « Priorities & Outlook », p. 94.

⁸⁶ En 2015, les taux d'intérêt en Belgique atteignent des niveaux historiquement bas grâce à la politique monétaire accommodante de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour relancer l'économie de la zone euro après la crise financière. Les entreprises bénéficient alors de conditions de financement très favorables, avec des coûts d'emprunt réduits et des maturités allongées. (Lire à ce propos BCE, *RA 2015*, « Encadré 2 : Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas ? ») Ces conditions de financement favorables se prolongent jusqu'en 2019. Notons qu'en 2020, les mesures d'urgence prises visaient à contrer les effets négatifs de la pandémie, et ont permis de stabiliser les marchés européens. En 2022 et 2023, par contre, la BCE entame un cycle agressif de hausse des taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Cette politique a entraîné une hausse rapide des taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises. (BCE, *RA 2022*, « Inflation élevée dans un contexte d'incertitude croissante et de ralentissement de la croissance économique ».)

⁸⁷ Solvay, *RA 2019*, « États financiers », p. 231.

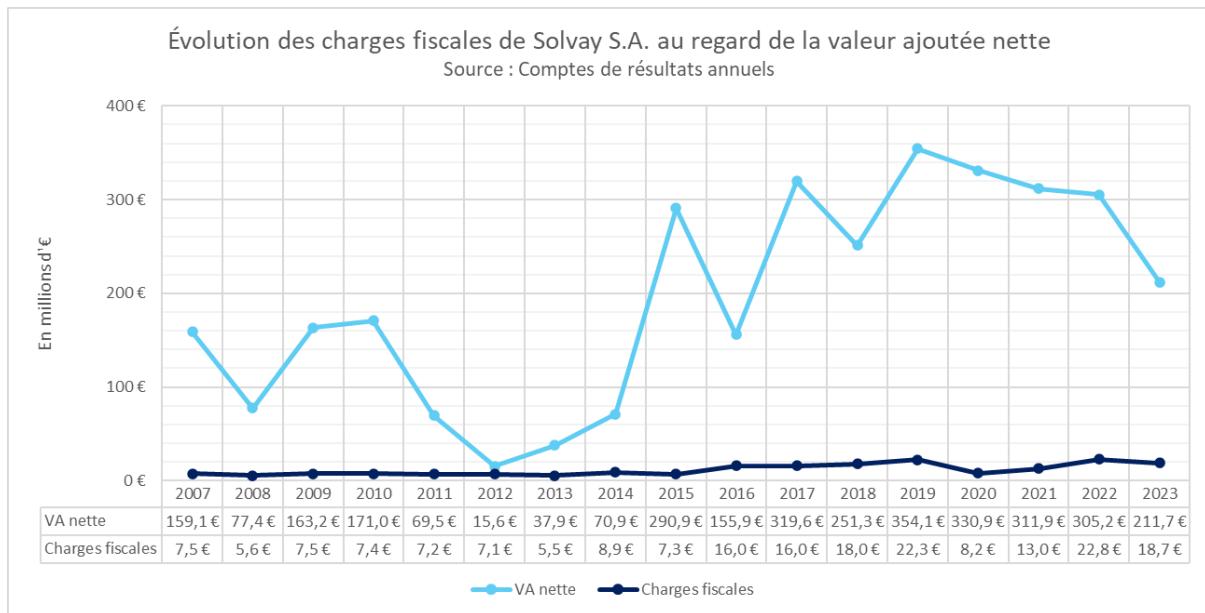
⁸⁸ Solvay, *RA 2020*, « Impact du COVID-19 », p. 71.

⁸⁹ Le *RA 2023* mentionne essentiellement des remboursements anticipés d'obligations dans le cadre de la scission (« Gestion de la dette financière », pp. 260-261).

L'État

Pour rappel, les charges fiscales se calculent, conformément au *Traité*, en additionnant pour chaque exercice les *impôts sur le résultat* (compte 9134) et les *impôts et taxes relatifs à l'exploitation* (compte 640). Chez Solvay SA, ces charges évoluent de façon globalement croissante, mais pas au prorata des performances économiques (*cf.* graphique S. 8).

Graphique S. 8

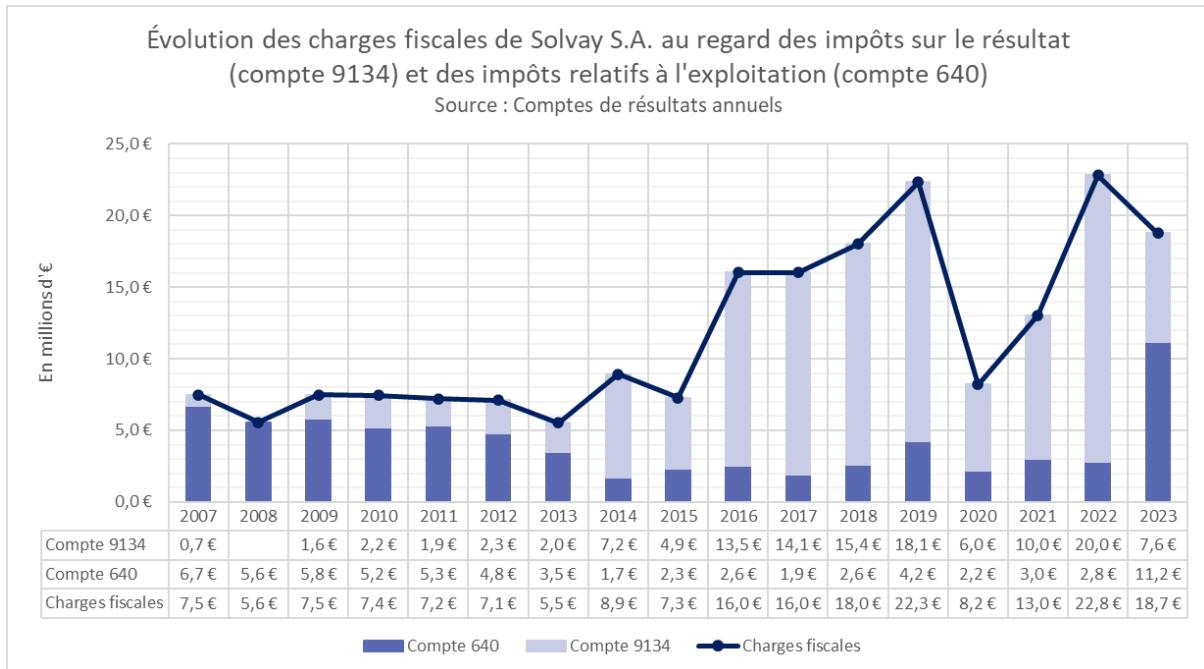


Cela se traduit, en termes de partage de la valeur ajoutée, par des variations notables du taux d'affectation. Entre 2007 et 2010, la part de la richesse créée affectée aux pouvoirs publics oscille autour d'une moyenne de 5,2 % – soit un taux relativement bas. Au cours de cette période, le montant annuel des charges fiscales tourne autour des 7 millions d'euros. Entre 2011 et 2016, le taux d'affectation augmente – dépassant le cap des 10 %, avec un record en 2012 (45,7 %). Cette année-là, les charges fiscales pourtant stables (7,1 millions d'euros) absorbent presque la moitié de la valeur ajoutée nette, en chute. En 2015, par contre, on observe le phénomène inverse : le taux d'affectation atteint son niveau le plus bas (2,5 %) grâce à une forte hausse de la valeur ajoutée (et des impôts toujours assez stables). À partir de 2016, les charges fiscales décollent (+ 119,7 %) et tendent globalement à la hausse jusqu'en 2023 – hormis la chute brutale de 2020 (- 63,3 % suite aux mesures gouvernementales d'allègement fiscal prises durant la pandémie). Nonobstant cette phase ascendante, et au regard du partage de la valeur ajoutée, la part affectée aux pouvoirs publics se maintient depuis 2017 sous la barre des 10 %, oscillant entre 5 % (en 2017) et 8,9 % (en 2023). En 2020, le taux chute même à 2,5 %.

*

Analysons maintenant les composantes de ces charges fiscale (*cf.* graphique S. 9).

Graphique S. 9



Entre 2007 et 2013, les *impôts et taxes relatifs à l'exploitation* (compte 640) constituent la plus importante part des charges fiscales globales, malgré leur évolution à la baisse (- 48,3 % en sept ans). Autrement dit, durant cette période, la fiscalité pèse davantage sur l'exploitation que sur les bénéfices, indépendamment donc des performances économiques de la société mère. Ce déséquilibre devient problématique en période de faible rentabilité, comme en 2012 où les impôts d'exploitation absorbent à eux seuls 30,8 % de la valeur ajoutée nette. À l'inverse, les *impôts sur le résultat de l'exercice* (compte 9134), relativement faibles, représentent une part beaucoup plus petite des charges fiscales. Situation étonnante en 2008, leur montant est carrément nul. Autrement dit, cette année-là, Solvay SA n'a pas payé d'impôts sur ses revenus, lesquels (malgré une baisse de 16,9 % par rapport à 2007) s'élèvent tout de même à 361,1 millions d'euros – des revenus obtenus grâce aux activités financières qui compensèrent largement les pertes opérationnelles et exceptionnelles de l'exercice. Cette situation, traduisant une base imposable nulle ou négative, implique que la société mère a pu bénéficier d'ajustements fiscaux tels que des déductions, reports de perte et exonérations (RDT).

En 2014, on observe un basculement des tendances : les impôts d'exploitation diminuent tandis que ceux sur le résultat augmentent massivement (mais corrélativement aux bénéfices).

Désormais et jusqu'en 2022 (où les impôts sur le résultat culminent à 20 millions d'euros), c'est donc le compte 9134 qui devient la principale composante des charges fiscales totales. Autrement dit, le basculement qui s'opère ici – reflet des restructurations opérées – consiste en un allègement structurel des impôts d'exploitation, vers une fiscalité davantage conjoncturelle, sensible aux résultats (c'est-à-dire, davantage dépendante des performances économiques).

En 2023, par contre, rebasculement : la scission a généré un rebond des impôts d'exploitation, lesquels culminent à 11,2 millions d'euros tandis que les impôts sur le résultat dégringolent (7,6 millions d'euros, soit - 62,1 % par rapport à 2022). Situation d'autant plus étonnante compte tenu des bénéfices record réalisés : près de 1,6 milliard (+ 242,7 % en un an).

*

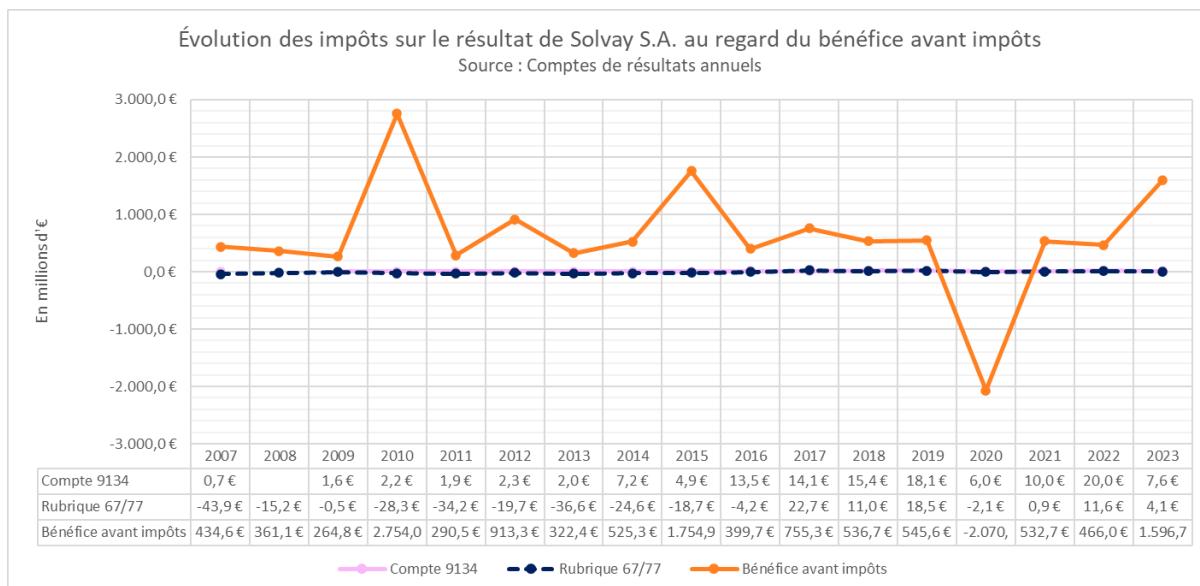
Au regard du partage de la richesse créée, il apparaît que Solvay SA paie son lot de contributions à l'État, dont le taux varie plus ou moins en fonction des exercices – sans compter toute la masse d'impôts et taxes non intégrée dans le calcul (précompte mobilier, TVA, cotisations sociales, *etc.*) Toutefois, en se focalisant sur le montant global des impôts sur le résultat (régularisations et ajustements fiscaux compris, rubrique 67/77), les conclusions diffèrent sensiblement. Dans onze cas sur dix-sept, ce montant est négatif. Conséquence : un bénéfice après impôts souvent supérieur au bénéfice avant impôts. Ce phénomène – en principe exceptionnel – survient lorsque le total des reprises de provisions fiscales, crédits d'impôts et autres produits fiscaux excède le montant des impôts courants dus. Une situation qui interroge sur la « juste » imposition de l'entreprise, nonobstant les mécanismes légaux d'optimisation fiscale dont elle a le droit de bénéficier. Exemple marquant en 2007, les régularisations d'impôts et reprises de provisions fiscales (compte 77) ont généré un effet net positif de 45,1 millions d'euros. Ajustés, les impôts sur le résultat revinrent finalement à - 43,9 millions d'euros, générant un bénéfice net supérieur de 10,1 % au bénéfice avant impôts. Autre exemple en 2011 : 36 millions d'euros de régularisations fiscales, pour un total d'impôts sur le résultat négatif (- 34,2 millions d'euros). Résultat : un bénéfice net surpassant de 11,8 % le bénéfice avant impôts. Illustrations de l'impact potentiellement significatif – et, selon le point de vue, problématique – des ajustements fiscaux dans la détermination du résultat final.

Et même en faisant fi des ajustements fiscaux, et en se focalisant sur le rapport entre les comptes 9134 et 9903, il paraît légitime d'estimer – *a priori*⁹⁰ – qu'il existe un déséquilibre entre le montant des impôts sur le résultat et celui du bénéfice avant impôts. Parmi les nombreux

⁹⁰ Puisque, pour rappel, on ignore le montant exact du bénéfice imposable et le taux d'imposition effectif.

exemples, citons 2010 : 2,2 millions d'euros d'impôts courants dus sur un bénéfice dépassant les 2,7 milliards. 2015 : 4,9 millions d'euros d'impôts sur un bénéfice de plus d'1,7 milliard. Ou encore 2023 : 7,6 millions d'euros dus sur un bénéfice de près de 1,6 milliard. Cette disproportion se retrouve également lors des « mauvaises » années, comme en 2020 : 6 millions d'euros d'impôts dus malgré une perte de plus de 2 milliards. Et ce déséquilibre est d'autant plus évident si l'on tient compte des ajustements et régularisations fiscales (rubrique 67/77, cf. graphique S. 10). Le calcul du taux d'imposition « apparent » (*supra*, encadré 9) – via le ratio 67/77 / 9903 – révèle ainsi un taux systématiquement et largement inférieur au taux nominal de l'ISOC., atteignant des niveaux proches de zéro. Pire, entre 2007 et 2016, ce taux apparent est négatif (- 4,8 % de moyenne). À partir de 2017, certes il augmente et devient positif, mais avec une moyenne passant à 1,6 %. Insistons encore sur le fait que ce constat, bien que saisissant, ne permet pas de conclure à un taux effectif faible, dans la mesure où le bénéfice comptable avant impôts ne correspond pas au bénéfice fiscal imposable. Ce dernier – qui ne figure donc pas dans les comptes de résultats annuels standardisés – résulte d'une série d'ajustements prévus par la législation fiscale dont on a déjà parlé. Quoiqu'il en soit et malgré son caractère approximatif, l'aperçu que nous offre le recours au taux d'imposition apparent confirme le sentiment d'une disproportion – qu'on se risque à qualifier d'indécente – entre le montant des bénéfices (comptables) de Solvay SA et le montant des impôts.

Graphique S. 10



Sans aller jusqu'à accuser Solvay SA d'optimisation fiscale abusive – *primo*, nous n'en n'avons ni la compétence, ni la légitimité ; *secundo*, ce n'est pas l'objet de ce travail –, son cas interroge au moins sur la législation fiscale belge. Celle-ci offre des possibilités d'optimisation

considérables aux entreprises – ici, une holding à la tête d'un grand groupe –, possibilités qui posent *ipso facto* question en matière d'équité fiscale. Même si les pratiques de Solvay SA reposent sur une base légale, elles apparaissent discutables d'un point de vue socio-économique au regard du contexte mondial des dix-sept dernières années, marqué par une succession de crises. Dans un tel contexte, il paraît légitime d'interroger les « priviléges fiscaux » des entreprises, compte tenu de la masse de leurs profits.⁹¹

Le bénéfice ajouté

Pour rappel, le bénéfice ajouté constitue la part de la valeur ajoutée nette qui revient à l'entreprise et ses actionnaires après rémunération des autres facteurs de production (*supra*, encadré 10). Résultat frappant chez Solvay SA : le bénéfice ajouté est presque toujours négatif – à deux exceptions près. On parlera donc globalement d'une « perte ajoutée ». (*Traité*, 2022, p. 118.) La richesse créée à travers les activités d'exploitation ne permet pas à l'entreprise de s'enrichir (*cf.* graphique S. 11).⁹²

Encadré 13 : Valeur ajoutée vs rentabilité

Ce constat confirme d'emblée une réalité fondamentale déjà évoquée : une valeur ajoutée croissante ou positive n'est pas nécessairement synonyme de profits. Autrement dit, selon les termes de l'économie d'entreprise, la valeur ajoutée ne constitue pas en soi une garantie de rentabilité. Elle est destinée, conformément à la définition du *Traité* (2022, p. 117), à

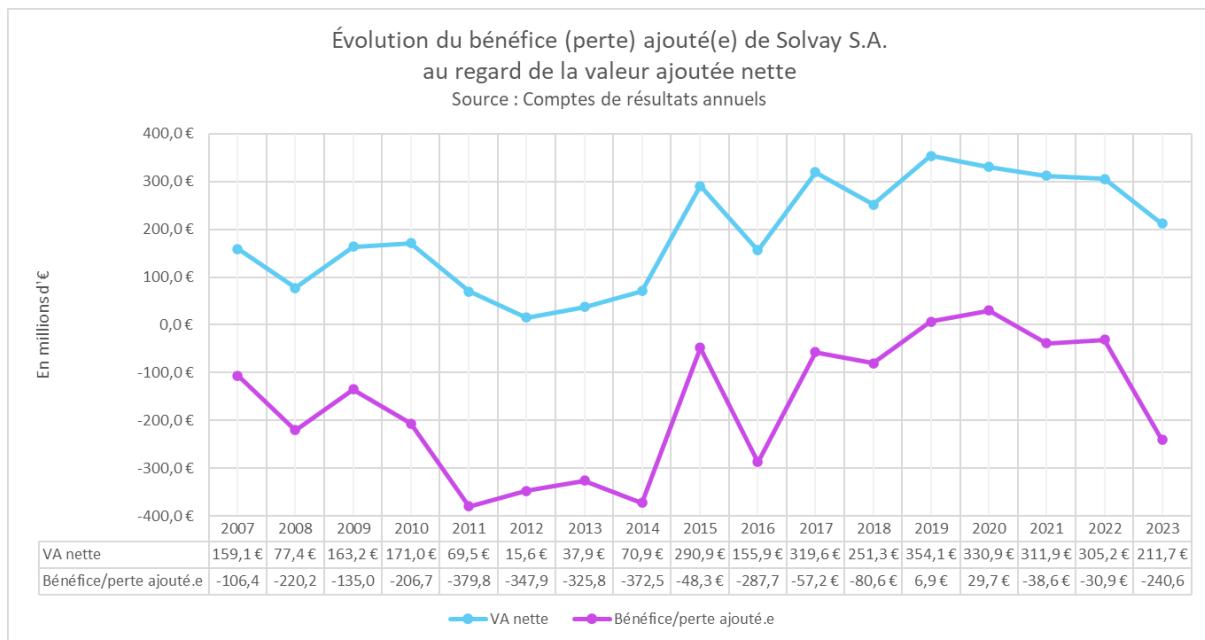
⁹¹ Car même au niveau du groupe, on constate un déséquilibre récurrent entre le montant consolidé des impôts sur le résultat et les profits avant impôts. (Solvay, *RA*, 2007-2023, « Notes relatives au compte de résultat consolidé », Note « Charges d'impôts ».) Dans neuf cas sur dix-sept, le taux d'impôt effectif est particulièrement bas, bien en dessous du taux nominal de l'ISOC. En 2010 et 2011, par exemple, ce taux effectif était successivement de 0,0 % et 5,5 % ; il était de 10 % en 2021 et 2022. En 2016 et 2017, le taux d'impôt effectif est carrément négatif (- 9 % et - 29 %) entraînant des profits après impôts supérieurs aux profits avant impôts. Notons tout de même que par trois fois, le groupe a subi des charges fiscales supérieures au taux nominal : 42,9 % en 2013, 36 % en 2019 et 116 % en 2023. Cette année-là le groupe s'est en effet acquitté de 208 millions d'euros d'impôts sur un résultat consolidé (avant impôts) de 180 millions. La scission a toutefois permis au groupe de réaliser une plus-value exceptionnelle de plus de 2,12 milliards d'euros qui, elle, a bien échappé aux impôts.

⁹² Et de fait, l'évolution du bénéfice (perte) ajouté(e) de Solvay SA suit une trajectoire similaire à celle du *bénéfice (perte) d'exploitation* (compte 9901 – déduction faite à partir de 2016 des produits et charges non récurrentes). Entre 2007 et 2014, le résultat d'exploitation est systématiquement négatif. Pire, au cours de cette période, les pertes sont de plus en plus importantes, passant de - 22,6 millions d'euros en 2007 à - 204 millions en 2014, soit une aggravation de plus de 800 % en sept ans. À partir de 2015, la situation s'améliore : les résultats deviennent globalement positifs (malgré une rechute temporaire en 2016 à - 104,8 millions d'euros), essentiellement grâce aux opérations de restructuration et aux changements de stratégie. Toutefois, ces bénéfices d'exploitation restent relativement modestes (oscillant autour d'une moyenne de 77,9 millions d'euros), ce qui – compte tenu des charges financières et fiscales – demeure insuffisant pour assurer un véritable enrichissement de l'entreprise. La courbe s'achève en 2023 sur une nouvelle perte d'exploitation de - 67,6 millions d'euros.

rémunérer en priorité les autres facteurs de production. Ce n'est qu'après cette affectation que le solde, c'est-à-dire le « bénéfice ajouté », est déterminé. Ce dernier joue ainsi le rôle de variable d'ajustement : il correspond à la part résiduelle de richesse disponible. Lorsque la valeur ajoutée s'avère insuffisante à couvrir le cumul des charges – comme c'est (quasi) systématiquement le cas chez Solvay SA –, le bénéfice ajouté devient négatif, traduisant un manque à gagner opérationnel pour l'entreprise et ses actionnaires.

Citons tout de même les bénéfices ajoutés réalisés. Le premier en 2019, à 6,9 millions d'euros, capte 1,9 % de la richesse créée. Il fut atteint grâce à un pic de croissance de la valeur ajoutée, dont le montant excède pour la première fois les charges cumulées de personnel, créanciers et impôts (pourtant eux aussi en hausse). Le second pic, l'année suivante – bien plus important – atteint 29,7 millions d'euros, soit 9 % de la valeur ajoutée. Il résulte d'opérations ponctuelles de désendettement et d'allègement fiscal liées à la crise sanitaire.

Graphique S. 11



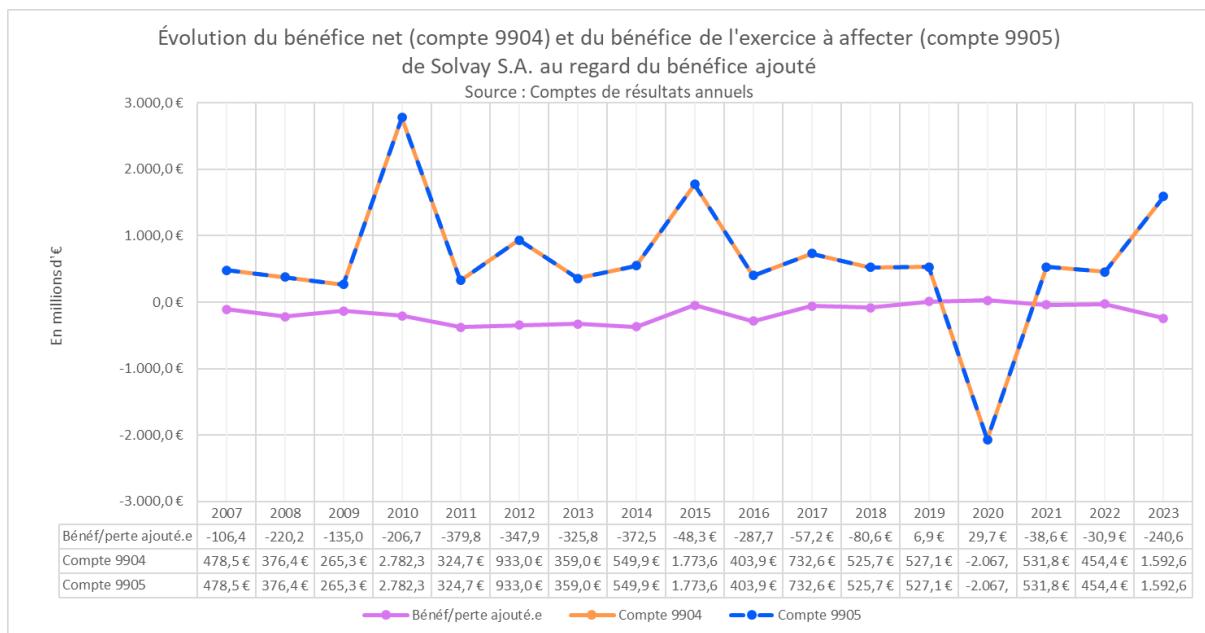
*

Au regard du partage de la valeur ajoutée de Solvay SA et de la récurrence de ses pertes ajoutées, l'on pourrait conclure que l'entreprise est gravement déficitaire. Toutefois, dans le cas spécifique d'une holding (même « mixte »), un manque à gagner opérationnel est relativement attendu et ne constitue pas en soi un indicateur alarmant. Une valeur ajoutée insuffisante à rémunérer l'ensemble des facteurs de production ne traduit pas nécessairement une fragilité

structurelle dès lors que les résultats financiers permettent *in fine* d'assurer l'équilibre économique global de la société.

Et de fait, au regard de l'évolution du bénéfice net (compte 9904) de l'entreprise, on saisit l'importance des revenus financiers (récurrents et non récurrents) en termes de rentabilité, mais également de solvabilité et de liquidité. Ces revenus permettent à Solvay SA de couvrir ses charges – même d'exploitation, quand la valeur ajoutée est insuffisante –, mais aussi de faire face aux « mauvaises passes », les pertes exceptionnelles, comme en 2020.

Graphique S. 12



On le voit sur le graphique 12, le bénéfice net de Solvay SA égale systématiquement le *bénéfice de l'exercice à affecter*. Cette situation indique, notons-le, l'absence de prélèvement ou d'affectation préalable du résultat au moment de la clôture des comptes.⁹³ Rappelons, par ailleurs, que les fluctuations importantes observées sont liées à la nature des bénéfices. Or, les produits financiers d'une holding sont dépendants des performances des filiales – elles-mêmes directement influencées par l'évolution des marchés et la conjoncture économique.

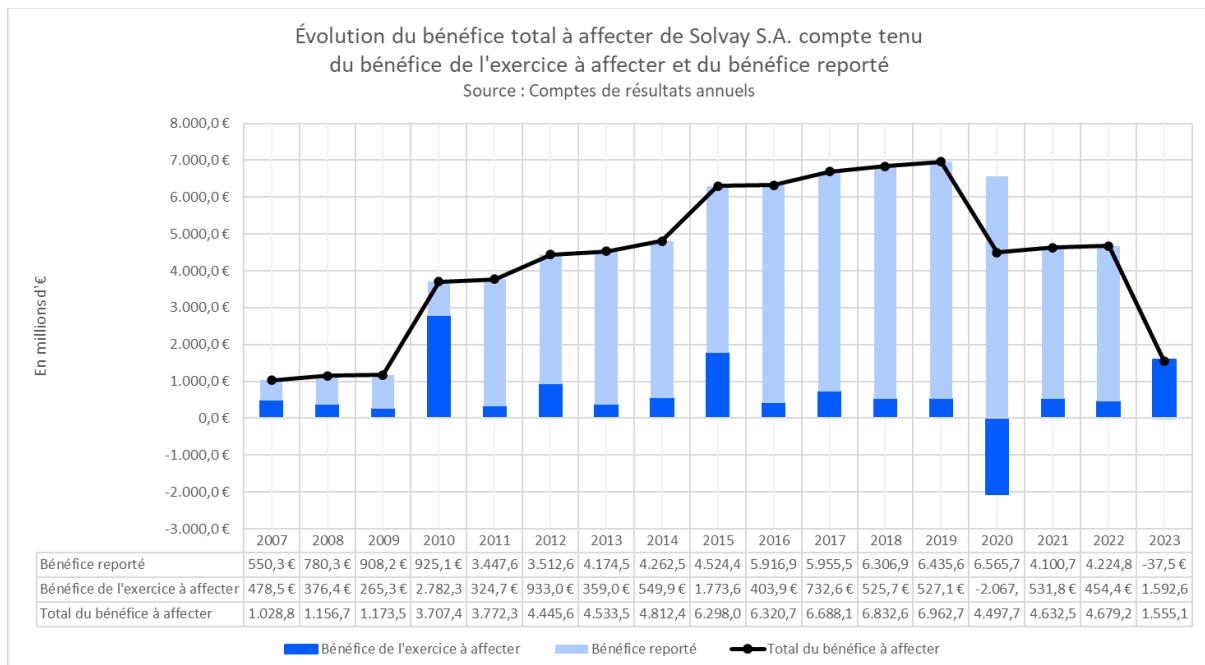
Revenons un instant sur la situation de 2020, et la perte non récurrente record de près de - 2,4 milliards d'euros (légèrement atténuée par un produit financier de 240 millions et un ajustement fiscal favorable de plus de 9 millions d'euros). Au total, la perte nette se chiffre à

⁹³ Le transfert (compte 689) ou le prélèvement (compte 789) sur les réserves immunisées constitue un mécanisme fiscal permettant d'exonérer temporairement certains bénéfices, sous condition de leur affectation à une réserve indisponible. Le compte 689 est utilisé pour constituer ces réserves exonérées, tandis que le compte 789 enregistre leur reprise, rendant les montants concernés à nouveau imposables.

plus de - 2 milliards d'euros. Il s'agit du seul exercice de la période étudiée où le bénéfice ajouté excède le résultat net. Pour couvrir ce déficit, l'entreprise va mobiliser une partie du *bénéfice reporté de l'exercice précédent* (compte 14P) – lequel constitue, rappelons-le, une réserve destinée notamment à absorber ce genre de perte. Cette année-là, le bénéfice reporté s'élève à près de 6,6 milliards d'euros. L'opération va se solder par un *bénéfice [total] à affecter* (compte 9906) positif – malgré donc la perte relativement colossale –, atteignant près de 4,5 milliards d'euros (soit un niveau semblable à celui de 2012 et 2013).

Jusque-là, le total du bénéfice à affecter connaissait une croissance importante puisqu'entre 2007 et 2019, il a pratiquement été multiplié par sept – *cf.* graphique S. 13.

Graphique S. 13

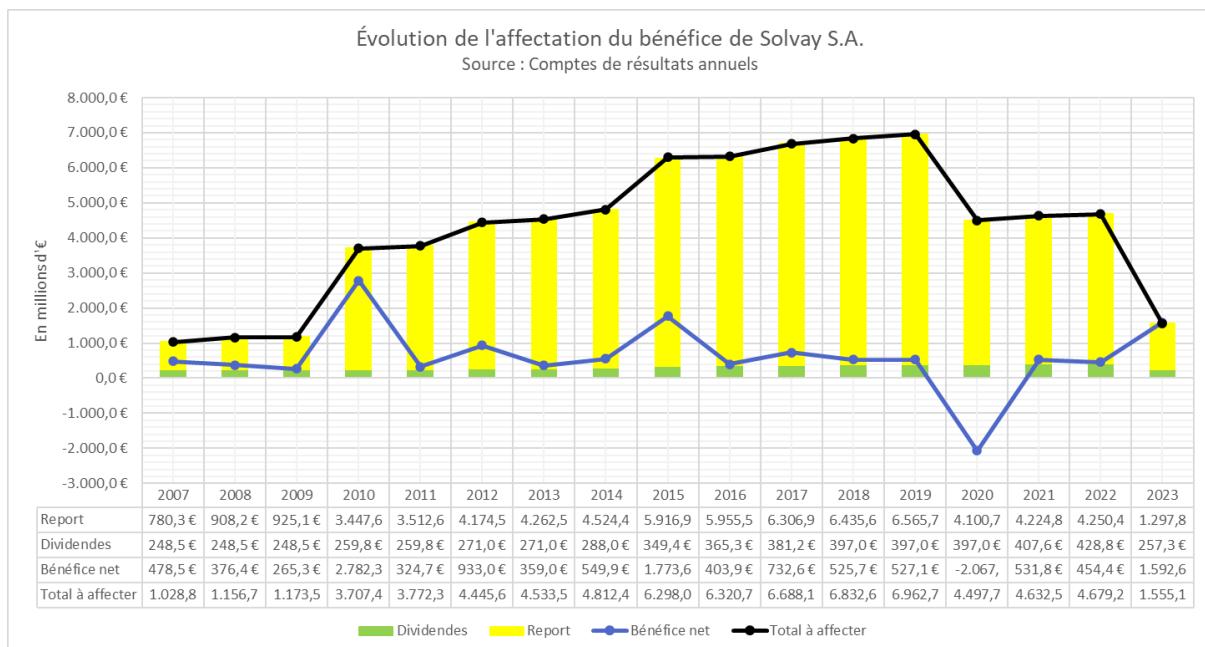


Si entre 2007 et 2009, la progression est relativement lente (+ 14,1 % en deux ans), elle s'accélère nettement à partir de 2010.⁹⁴ Jusqu'en 2019, le bénéfice total à affecter ne cesse donc de croître, malgré une vitesse de progression variable. Après la chute de 2020 (- 35,4 % par rapport à l'exercice précédent), le montant se stabilise et repart lentement à la hausse – du moins pendant deux ans, grâce au rebond des résultats financiers. Toutefois, soulignons-le, le rabattement de deux milliards d'euros du bénéfice reporté a entraîné un « appauvrissement » de l'entreprise – ce qui a sans doute motivé davantage la restructuration à venir. En 2023, pourtant, cette restructuration a généré un nouvel effondrement de la courbe (- 66,8 % par rapport à 2022) en

⁹⁴ Cette année-là, pour rappel, Solvay SA réalise une plus-value record de plus de 2,5 milliards d'euros suite à la vente des activités pharmaceutiques (*supra*, p. 54).

absorbant l'ensemble des bénéfices reportés. La scission a, en effet, nécessité la mobilisation de fonds propres pour permettre non seulement son financement, mais aussi le partage des capitaux. Nonobstant cette perte, l'entreprise atteint un bénéfice total à affecter de plus de 1,5 milliard d'euros (bénéfice rendu possible grâce à des résultats financiers importants). Cette année-là, le bénéfice net de Solvay SA a augmenté de plus de 250 % par rapport à 2022. En reportant 83,5 % de ce bénéfice (soit près d'1,3 milliard d'euros – cf. graphique S. 14), l'entreprise entame, par ailleurs, le renflouage de ses réserves.

Graphique S. 14



Quant à l'affectation du bénéfice, la politique de Solvay SA en la matière est clairement orientée report.⁹⁵ Entre 2007 et 2009, le report à nouveau représente en moyenne 77,7 % du total à affecter ; 93,7 % entre 2010 et 2015 ; puis plus de 94 % jusqu'en 2019. La moyenne retombe ensuite légèrement entre 2020 et 2022, avant de passer à 83,5 % en 2023.

Priorité donc à l'entreprise. Les actionnaires ne sont toutefois pas en reste. Seuls bénéficiaires de la redistribution⁹⁶, ceux-ci voient le montant de leur rémunération augmenter progressivement, passant de 248,5 millions en 2007 à 428,8 millions d'euros en 2022, soit une hausse de 72,6 %.⁹⁷ Une croissance progressive puisque le montant des dividendes augmente à

⁹⁵ Notons que le bénéfice affecté à l'entreprise est exclusivement reporté – sauf en 2015, où 31,8 millions d'euros sont affectés à la réserve légale (compte 6920).

⁹⁶ Selon les comptes annuels 2007-2023 (rubrique 694/7 [694/6 avant 2016]), Solvay SA n'a en effet jamais distribué une part du bénéfice aux autres allocataires possibles (administrateurs, travailleur·ses, etc.)

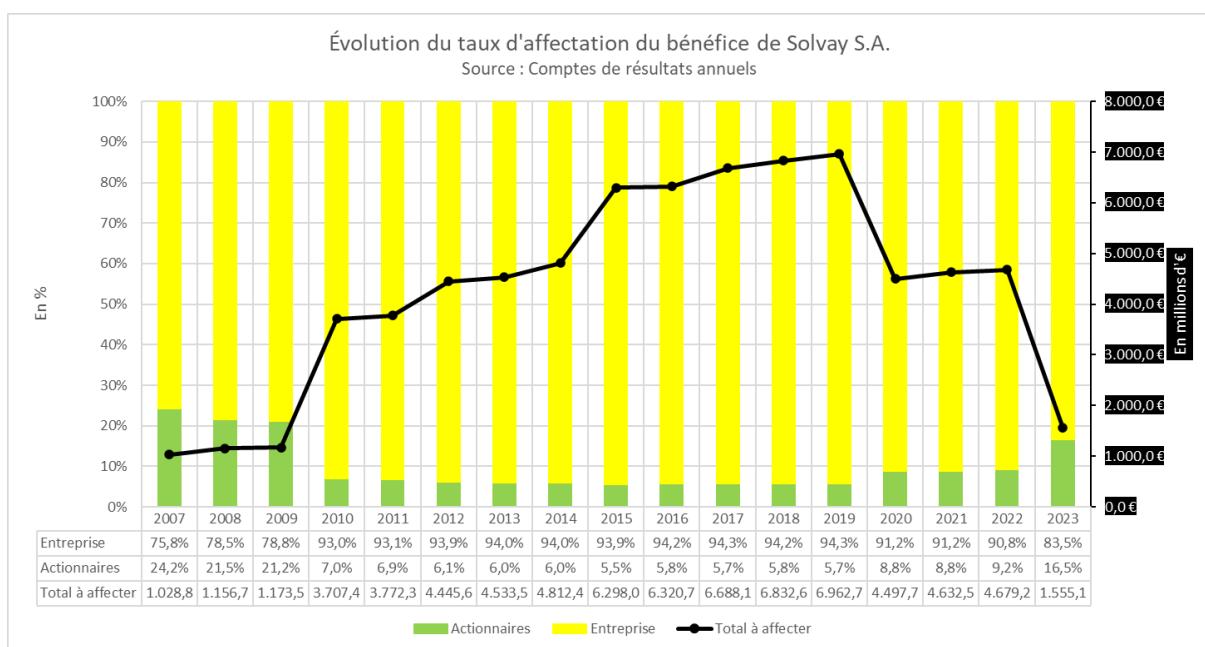
⁹⁷ Concrètement, cela se traduit par un dividende brut par action également en hausse, passant de 2,93 euros en 2007 à 4,05 euros en 2022. Ce dividende connaît une unique baisse en 2023 (à 2,43 euros) suite à la scission.

neuf reprises, dont cinq successives entre 2014 et 2018 (période de forte croissance de l'entreprise). On notera également l'accélération ponctuelle de 2015 : + 21,3 % par rapport à 2014 – une récompense liée à l'acquisition de Cytec (et la plus-value exceptionnelle réalisée de plus de 1,7 milliard d'euros). Hormis ce cas-là, le taux de croissance annuelle tourne autour d'une moyenne de + 4,5 % – quand il n'est pas nul.

En termes de taux d'affectation du bénéfice par contre, on observe une baisse quasi constante de la part distribuée aux actionnaires (*cf. graphique S. 15*). Cette baisse relative s'accélère dès 2010, malgré le décollage simultané des bénéfices de l'entreprise. Cette pente se prolonge jusqu'en 2019. Chose étonnante, en 2020, alors que l'entreprise subit une perte colossale, le pourcentage distribué augmente (passant de 5,7 % à 8,8 %) et le montant des dividendes se maintient à 379 millions d'euros (un montant stable depuis 2018). Autrement dit, la perte de deux milliards d'euros enregistrée cette année-là n'a pas été répercutée sur les actionnaires, mais seulement sur les réserves de l'entreprise – une stratégie commune qui consiste à préserver la confiance des investisseurs en période de crise.

Cas particulier en 2023 : Solvay SA répercute une partie de sa perte sur les actionnaires, lesquels voient le montant de leur rémunération baisser de 40 % par rapport à l'exercice précédent (428,8 millions d'euros en 2022 contre 257,3 en 2023). Une diminution importante quoiqu'à relativiser : au regard du partage du bénéfice, la part affectée aux actionnaires s'élève à 16,5 % (elle était de 9,2 % l'année précédente).

Graphique S. 15

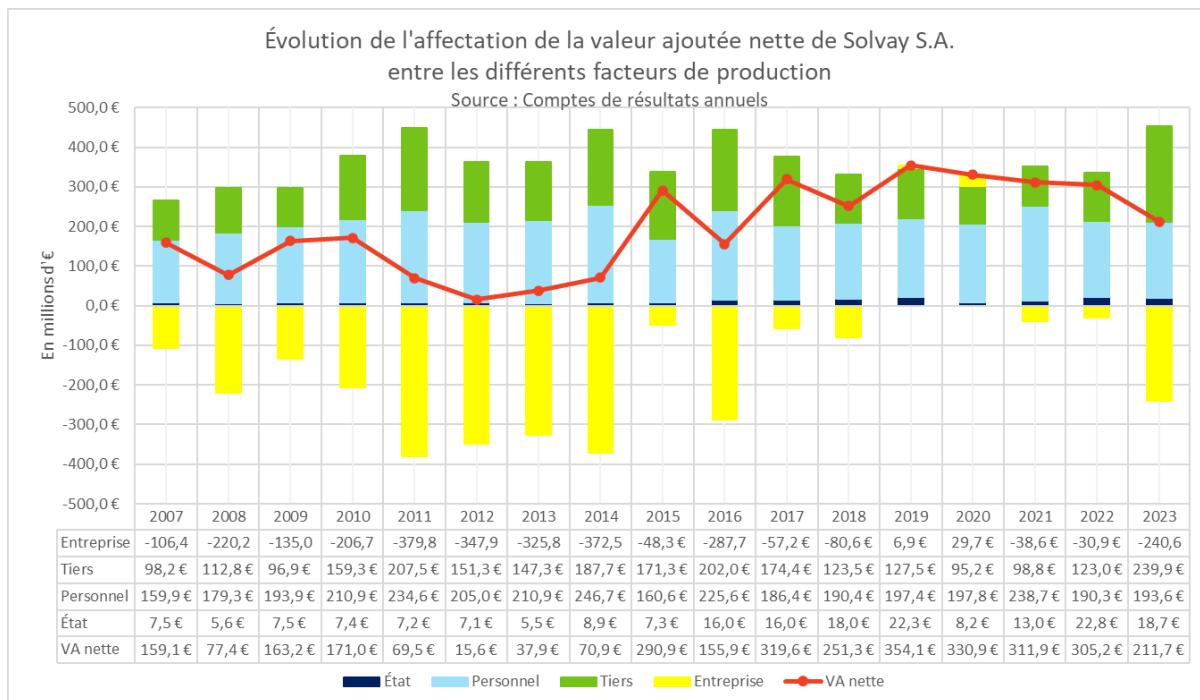


En bref, la politique de Solvay SA en matière de répartition des bénéfices privilégie clairement l'entreprise et le renforcement de ses fonds propres, via un report significatif de revenus. Parallèlement, Solvay maintient une politique de dividendes stables et progressifs, même en période de perte. La scission a toutefois entraîné une situation inédite : la participation des actionnaires à l'effort, en répercutant une partie du déficit sur le montant des dividendes.

Conclusion

L'analyse de la valeur ajoutée de Solvay SA et de son affectation entre les différents facteurs de production met en lumière un déséquilibre structurel entre les performances opérationnelles et les charges. Entre 2007 et 2023, la richesse créée par l'entreprise s'est révélée quasi systématiquement insuffisante à couvrir les coûts cumulés de personnel, prêteurs et d'impôts, conduisant à un bénéfice ajouté négatif (*cf. graphique S. 16*). Au regard du partage de la valeur ajoutée donc, Solvay SA est globalement déficitaire.

Graphique S. 16



En pratique, ce déficit opérationnel est largement compensé par les revenus financiers (parfois colossaux) de l'entreprise – voire (le cas échéant) par ses réserves de fonds, vu la sensibilité de ce type de revenus à la conjoncture économique et la volatilité des marchés. Une situation caractéristique des holdings, dont la gestion des actifs financiers constitue la principale activité et, *ipso facto*, la principale source de profits. Le cas de Solvay SA nous rappelle ainsi

qu'une valeur ajoutée insuffisante à rémunérer l'ensemble des facteurs de production ne traduit pas nécessairement une fragilité structurelle dès lors que les résultats financiers permettent *in fine* d'assurer l'équilibre économique global de la société.

L'analyse révèle toutefois une dynamique de rééquilibrage à partir de 2015, liée à l'acquisition de Cytec et aux opérations de transformation du groupe. À partir de là, la valeur ajoutée de la société mère augmente et, jusqu'en 2022, permet globalement une meilleure couverture des charges – et, corrélativement, une diminution globale des pertes ajoutées.

Cette transformation s'opère jusque dans la stratégie RH et le modèle social de l'entreprise : réduction des effectifs, externalisation accrue des fonctions support, hausse des cadres, *etc.*, des changements qui ont entraîné une légère baisse des charges de personnel. Si entre 2007 et 2014, ces charges excèdent systématiquement la valeur ajoutée nette, elles n'en captent plus, en moyenne, que 63,4 % entre 2015 et 2022.⁹⁸ En 2023, cette part remonte à 91,4 % avec la scission – ravivant par-là même le déséquilibre opérationnel.

Cette évolution en deux temps s'observe également du côté des charges des capitaux de tiers : après des années de surendettement (particulièrement entre 2011 et 2014) au nom de la croissance, le groupe amorce une stratégie de désendettement progressif dès 2015. Nonobstant, en termes de partage de la valeur ajoutée, la part affectée au remboursement des tiers (intérêts compris) s'élève en moyenne à 42,8 % entre 2015 et 2022.⁹⁹ La scission a ravivé ici aussi le déséquilibre avec l'explosion des dettes, lesquelles dépassent (à nouveau) la valeur ajoutée.

Enfin, l'analyse des charges fiscales révèle quant à elle une pratique systématique chez Solvay SA d'ajustements fiscaux – des ajustements *a fortiori* relativement importants, et systématiquement à l'avantage de l'entreprise (à deux exceptions près : 2017 et 2019). Ces ajustements entraînent un écart frappant entre le montant des impôts courants sur le résultat et le montant global des impôts effectivement versés. Dans onze cas sur dix-sept, ce montant global est même carrément négatif, générant un bénéfice net supérieur au bénéfice avant impôts. Cette pratique d'optimisation, bien que légale, soulève des questions en matière d'équité fiscale, compte tenu à la fois de la masse de profits amassés par la holding ; et de la conjoncture des dix-sept dernières années, marquée par une succession de crises – crises qui, hormis celle de 2020, ne semblent pas avoir affecté (significativement) l'entreprise et ses actionnaires.

⁹⁸ Cette part s'élève à 73,6 % si l'on tient compte de 2016 (importante chute de la valeur ajoutée [- 46,4 % par rapport à 2015], suite aux cessions des activités de PVC et aux coûts d'intégration de Cytec).

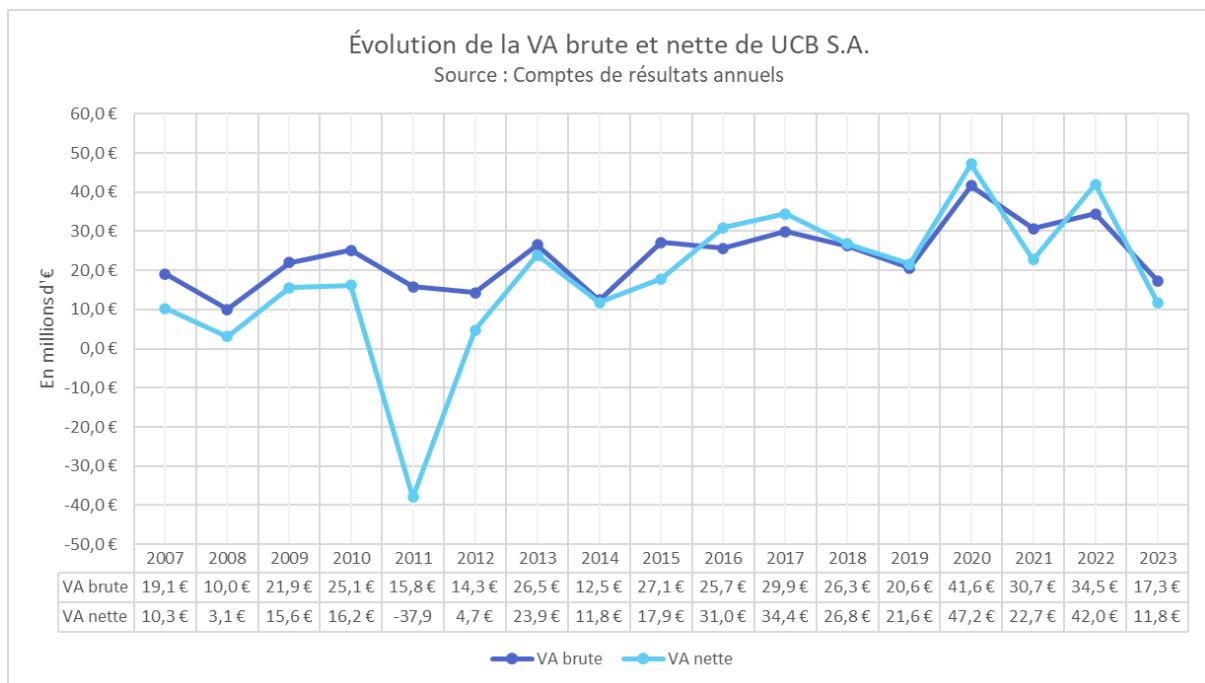
⁹⁹ 53,6 % en tenant compte de 2016.

CHAPITRE 3 : UCB SA

La valeur ajoutée

La volatilité de la valeur ajoutée brute et nette de UCB SA entre 2007 et 2023 reflète une activité d'exploitation faible et instable, caractéristique d'une holding.¹⁰⁰ Les montants – relativement bas, comparés à la valeur ajoutée de Solvay SA – oscillent entre 10 et 41,6 millions d'euros bruts ; entre - 37,9 et 47,2 millions nets (*cf.* graphique U. 1).

Graphique U. 1



Plusieurs exercices présentent une valeur ajoutée particulièrement faible (comme en 2008, 2011, 2014) – au contraire de 2020, où, en pleine crise, UCB SA réalise son meilleur score. Néanmoins, aucune tendance ne se dégage clairement (ni hausse, ni baisse durable).

À partir de 2011 toutefois, brute et nette évoluent de façon asymétrique, avec des écarts annuels très variables. Pour rappel, cette asymétrie résulte de l'évolution irrégulière des amortissements d'exploitation, lesquels demeurent généralement relativement constants pour les entreprises industrielles. En 2011, par exemple, suite à une augmentation importante des *provisions pour risques et charges* (compte 635/7), les amortissements se sont chiffrés à 53,7 millions d'euros, un montant presque six fois supérieur à 2010. Cette hausse ponctuelle causa

¹⁰⁰ Depuis le 1^e novembre 2006, UCB SA (société mère du groupe UCB) est devenue une holding « pure » (selon la définition de Chéry, 2008). Ses activités d'exploitation pharmaceutique ont ainsi, pour l'essentiel, été transférées à sa filiale UCB Pharma SA. Cette dernière – renforcée suite à l'acquisition la même année de Schwarz Pharma (entreprise pharmaceutique allemande) – constitue depuis la principale entité opérationnelle du groupe.

une chute sévère de la valeur ajoutée nette cette année-là qui devint négative. Entre 2016 et 2020 (ainsi qu'en 2022), par contre, on observe des reprises de provisions qui ont entraîné des amortissements négatifs, et par conséquent une valeur ajoutée nette supérieure à la brute.

L'instabilité opérationnelle, que l'on perçoit au regard de l'évolution de la valeur ajoutée, est confirmée à la lecture des comptes annuels de la société mère. Non seulement, à partir de 2008, UCB SA n'enregistre plus aucun chiffre d'affaires (compte 70) – l'essentiel des produits d'exploitation étant issus de revenus « accessoires » tels que des *royalties*¹⁰¹ – mais en plus, et ce dès 2007, son résultat d'exploitation (compte 9901) est systématiquement négatif. En d'autres termes, en matière d'exploitation, la holding est toujours déficitaire – ses pertes oscillant entre - 5,2 (montant de 2010) et - 73,8 millions d'euros (montant de 2011).

*

On le comprend d'emblée dans le cas de UCB SA (plus encore que Solvay), la valeur ajoutée de la société mère est totalement insuffisante (inadéquate) à donner un aperçu des résultats d'exploitation du groupe (et donc de la richesse effectivement produite). Par ailleurs, rappelons que les états financiers consolidés selon les normes IFRS ne permettent pas de calculer quelque chose comme une valeur ajoutée consolidée (conformément à la méthode de Ooghe *et al.*). Pour appréhender la richesse opérationnelle produite par le groupe, nous nous rabattons dès lors sur un autre indicateur : l'EBIT (*supra*, encadré 2).

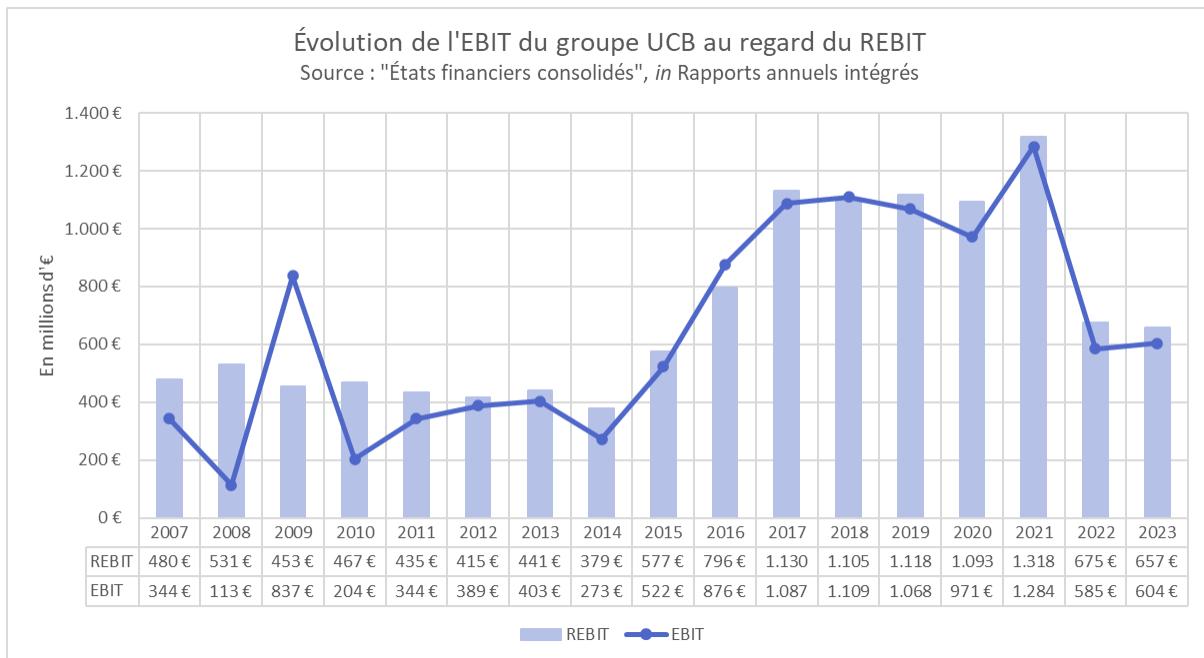
Dans ses états financiers consolidés, UCB distingue l'EBIT du REBIT (ou le bénéfice d'exploitation récurrent) qui représente la rentabilité récurrente des activités biopharmaceutiques.¹⁰² On le voit sur le graphique U. a, l'EBIT est presque toujours inférieur

¹⁰¹ Autrement dit, à partir de 2008, non seulement UCB SA ne produit plus rien, mais elle ne réalise plus aucune vente directe (ni médicament, ni service) – recentrant ses activités uniquement sur la gestion financière de ses participations et la gouvernance du groupe. Ses seuls produits d'exploitation, enregistrés dans le compte 74 (*autres produits d'exploitation*) constituent des revenus liés aux licences et aux brevets, des revenus d'exploitation issus des filiales, ou encore des subsides.

¹⁰² Le REBIT (*Recurring Earnings Before Interest and Taxes*) constitue un indicateur de performance fréquemment utilisé dans les rapports financiers des entreprises belges et européennes (quoiqu'il soit moins incontournable que l'EBIT). Il correspond au résultat d'exploitation récurrent, excluant à la fois le résultat financier, les éléments non récurrents ou exceptionnels, ainsi que les impôts. En ce sens, il est fonctionnellement équivalent au compte 9901 des comptes annuels belges. Comme l'EBIT, le REBIT n'est pas défini par les normes comptables internationales (IFRS), ce qui implique une certaine hétérogénéité dans sa présentation, son interprétation et son calcul. À cet égard, le terme « REBIT » apparaît dans les rapports annuels de UCB jusqu'en 2020. Après cela, le groupe présente un indicateur équivalent, l'« EBIT ajusté », soit le « résultat opérationnel avant dépréciation, restructuration et autres produits et charges » figurant dans les états financiers consolidés. (UCB, *RA 2021*, « Performances financières de l'entreprise », p. 180)

au REBIT – ce qui veut dire que les éléments non récurrents constituent quasi systématiquement des charges d'exploitation, hormis trois cas (2009, 2016 et 2018).¹⁰³

Graphique U. a



L'évolution de l'EBIT connaît plusieurs phases.

Une période de fortes variations, d'abord, entre 2007 et 2010, liée à la transformation du groupe.¹⁰⁴ En 2008, tandis que le résultat d'exploitation récurrent progresse, on observe une chute ponctuelle de l'EBIT générée par des charges non récurrentes importantes (essentiellement des frais de restructuration et d'intégration, liés notamment à la fermeture d'un site de recherche).¹⁰⁵ Une chute de courte durée puisque l'année suivante, l'EBIT croît de + 640 % grâce à des produits sur cession et des droits de distribution.¹⁰⁶ En 2010, la restructuration entraîne un nouvel excédent de charges non récurrentes, avant une accalmie.

¹⁰³ En 2009 et 2016, les produits non récurrents résultent principalement de la cession d'activités commerciales et de droits de distribution de produits. (UCB, *RA 2009*, « Rapport de Gestion du Conseil d'Administration & Rapport du Commissaire aux Comptes 2009 », p. 30. UCB, *RA 2016*, p. 73.) En 2018, ces produits sont issus de la cession d'actifs et de taux de changes favorables. (UCB, *RA 2018*, p. 172.)

¹⁰⁴ En 2008, UCB lance le programme SHAPE, une initiative stratégique de transformation du groupe. Objectifs principaux : recentrer l'activité sur les maladies graves du système nerveux central et de l'immunologie ; accélérer la croissance, notamment en renforçant la présence du groupe sur les marchés internationaux ; augmenter la compétitivité et la rentabilité. (UCB, *RA 2008*, « Message du Comité Exécutif », p. 20.) Cette transformation, notons-le, a justifié en 2008 et 2009 le licenciement de près de deux milles personnes à travers le monde.

¹⁰⁵ *Ibid.*, « Rapport de Gestion du Conseil d'Administration & Rapport du Collège des Commissaires 2008 », p.30.

¹⁰⁶ UCB, *RA 2009*, p. 30.

À partir de 2011, l'EBIT repart en effet à la hausse, doucement d'abord, puis la croissance s'accélère entre 2015 et 2018. Les résultats d'exploitation se stabilisent ensuite, malgré une légère baisse en 2020 – signe que le groupe biopharmaceutique a relativement peu souffert de la crise. *A fortiori*, l'année suivante, l'EBIT culmine à près de 1,3 milliard d'euros grâce à une hausse du chiffre d'affaires et une forte augmentation des résultats opérationnels.¹⁰⁷

En 2022, par contre, UCB subit des pertes opérationnelles importantes avec une chute de 54,4 % de l'EBIT. En cause notamment, une baisse des ventes liée à la perte d'exclusivité sur la production et la commercialisation de médicaments.¹⁰⁸ Notons également l'augmentation des charges non récurrentes (lesquelles ont presque triplé) et des charges financières (hausse des taux d'intérêt et de la dette) suite à l'acquisition de Zogenix (une multinationale américaine biopharmaceutique). Ces événements auront encore des répercussions sur les résultats de 2023.

Les résultats financiers et exceptionnels

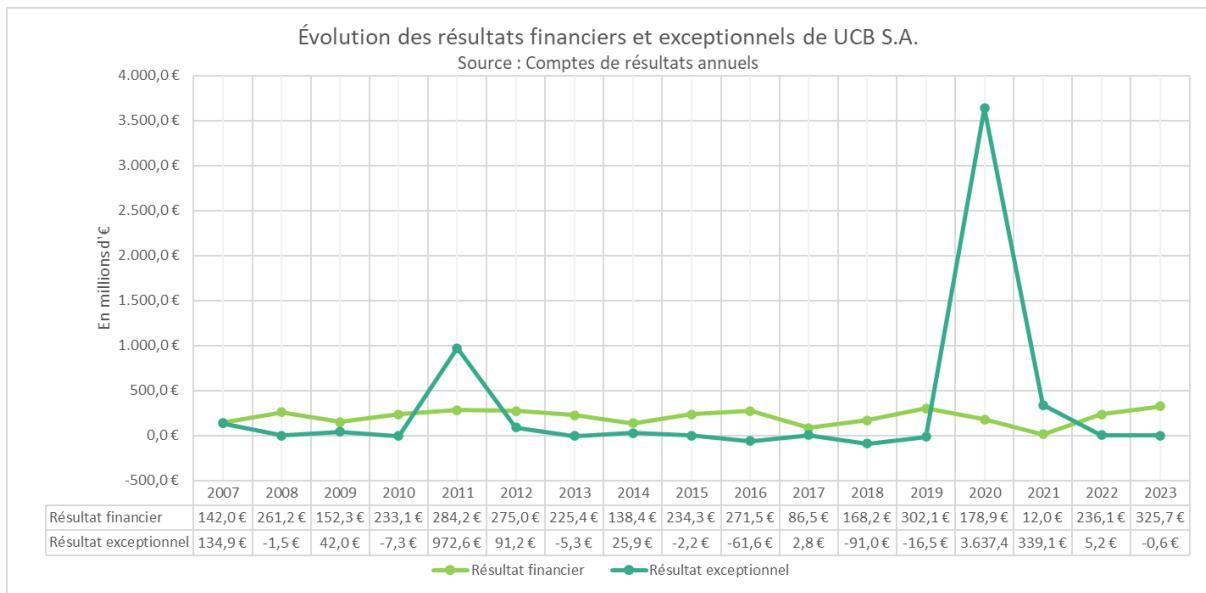
Ce détour par les performances opérationnelles consolidées offre un aperçu des principaux événements qui ont impacté directement le groupe, et indirectement les performances financières de la société mère.

L'évolution des résultats financiers récurrents (graphique U. 2) dessine une courbe en dents de scie, avec des écarts de plus en plus marqués entre les bons et les moins bons résultats. Autrement dit, au fil des exercices, UCB SA réalise successivement des pics de croissance et des chutes de plus en plus importantes. Malgré leur volatilité, les résultats sont toujours positifs, oscillant entre 12 et 325,7 millions d'euros. En d'autres termes, malgré une croissance instable, l'entreprise totalise des produits financiers supérieurs à ses charges – une situation, rappelons-le, relativement attendue pour une holding. De fait, d'après les comptes annuels, les principaux revenus constituent des retours sur investissements issus des placements financiers à long terme (compte 750). Parallèlement, UCB SA enregistre également d'importants produits issus de ses actifs circulants (compte 751) tels que les placements à court terme et les créances courantes (soit tout ce qui se situe en dehors de son portefeuille de participations stratégiques).

¹⁰⁷ Cette augmentation est due notamment au succès du partenariat de UCB avec Amgen Inc. (*Applied Molecular Genetics*), une multinationale américaine spécialisée dans les biotechnologies médicales. Partenaires depuis 2004, UCB et Amgen ont développé conjointement Evenity®, un médicament destiné à soigner l'ostéoporose. Le programme mondial de lancement du médicament a démarré en 2019.

¹⁰⁸ Vimpat® aux États-Unis et en Europe ; E Keppra® au Japon. (UCB, RA 2022, « Performances financières de l'entreprise », p. 195.)

Graphique U. 2



Notons qu'à la différence de Solvay SA, UCB SA n'enregistre aucun produit financier record. Concrètement, pour une holding, quand un produit financier récurrent « explose », cela provient généralement d'un événement rare : un superdividende versé par une filiale après une opération exceptionnelle (vente d'actifs, scission, *etc.*), une plus-value sur la cession d'une participation importante, une reprise de dépréciation passée. Ces revenus exceptionnels sont comptabilisés comme produits récurrents dès lors qu'ils relèvent de l'activité principale de gestion des participations. Chez Solvay SA, ces pics s'expliquent essentiellement par les super-revenus – dépassant largement le milliard d'euros – issus des filiales, à la suite d'événements tels qu'une acquisition (2012), une vente (2014), une scission (2023). UCB SA, à l'inverse, n'a pas connu d'événement majeur depuis 2006 qui aurait entraîné des rentes records. Ses filiales réinvestissent massivement en recherche et développement (R&D)¹⁰⁹ et versent des dividendes réguliers mais modérés. À la différence de Solvay donc qui mise sur la rotation de portefeuille et les retours sur investissements, la stratégie de UCB privilégie manifestement la croissance du chiffre d'affaires du groupe et la rétention des flux dans ses entités opérationnelles.

Ajoutons enfin que l'importante chute du résultat financier récurrent en 2021 (- 93,3 %) ne résulte pas d'une augmentation ponctuelle des charges financières, mais bien d'une forte

¹⁰⁹ Entre 2007 et 2010, les investissements R&D représentaient en moyenne 22 % du chiffre d'affaires (soit environ 734 millions d'euros) ; 25 % entre 2011 et 2019 (passant de 780 à 1.272 millions d'euros) ; 30 % entre 2020 et 2023, atteignant la moyenne record de 1,62 milliard d'euros investis. (*Cf. UCB, RA, 2007-2023, « Performances financières de l'entreprise », cellule « Frais de recherche et développement ».*)

diminution des retours sur investissements (compte 750).¹¹⁰ Ni le détail ni l'explication de cette diminution ne sont publiés.

*

L'évolution des résultats financiers non récurrents connaît elle aussi une grande volatilité, marquée par des années souvent négatives (huit cas sur dix-sept), et deux années exceptionnelles (2011 et surtout 2020). La plupart du temps, les produits non récurrents constituent des *plus-values sur réalisation d'immobilisations financières* (compte 7631, 763 avant 2016). Il s'agit, pour rappel, de plus-values issues de la vente de participations dans une filiale, de la cession de titres, ou de la réévaluation d'actifs financiers. En 2011, ces produits dépassent le milliard d'euros (atténus par près de 100 millions d'euros de charges non récurrentes). En 2020, ce sont plus de 3,6 milliards d'euros de plus-values que réalise la société.

UCB demeure discrète sur l'origine précise de ces plus-values puisque, hormis les données fournies dans les comptes annuels, la société ne publie jamais le détail des transactions. Il en va de même en ce qui concerne les charges non récurrentes. D'après les données issues des comptes annuels de la société mère, ces charges constituent essentiellement des *réductions de valeur sur immobilisations financières* (compte 661) – et, dans une moindre mesure, des *provisions pour risques et charges d'exploitation non récurrents* (compte 6620, 662 avant 2016). Le compte 661 enregistre les pertes de valeur constatées (des ajustements négatifs) sur des actifs financiers que l'entreprise détient à long terme. Ces pertes sont théoriquement liées à la dégradation de la situation financière d'une filiale (et donc la perte de valeur des participations détenues) ou d'un débiteur (la perte de valeur d'une créance), à la baisse durable du cours d'un titre, ou encore à la constatation d'une créance irrécouvrable. En 2016 et 2018, UCB SA enregistre des pertes de valeur particulièrement importantes (respectivement 87,4 et 99,5 millions d'euros). Ces résultats peuvent alerter sur la santé financière des actifs de l'entreprise et une potentielle détérioration de certains investissements stratégiques. Pourtant, ici aussi UCB demeure discrète sur le détail de ces pertes.

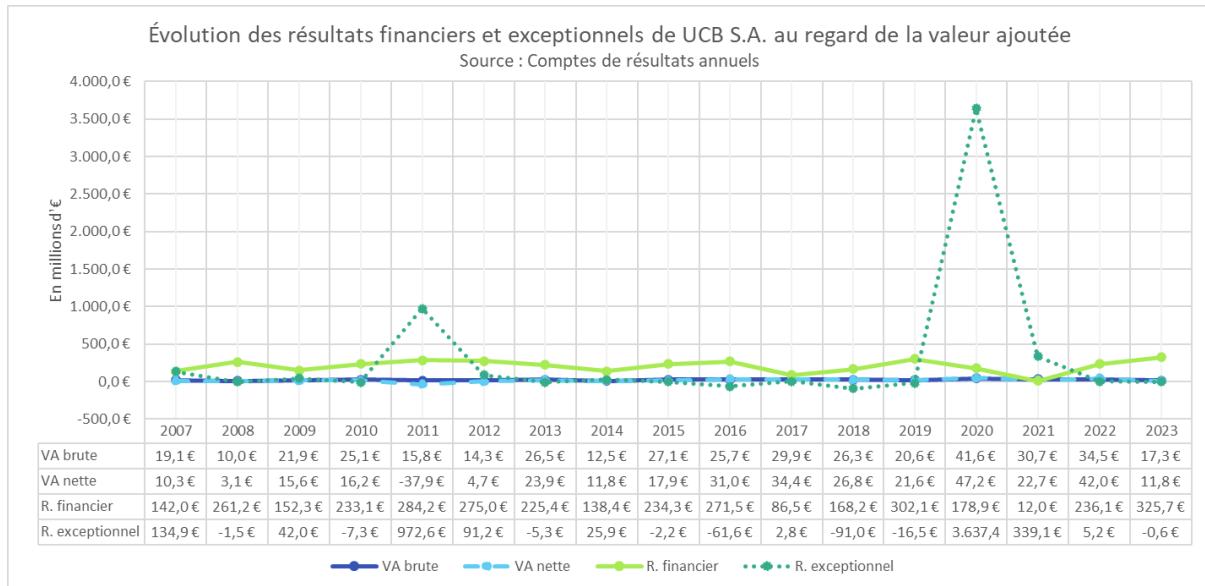
La richesse globale créée par UCB SA

Situation attendue pour une holding pure, ce sont les résultats financiers récurrents qui constituent la principale source de richesse de UCB SA (*cf. graphique U. 3*). Ces revenus

¹¹⁰ 40,3 millions d'euros enregistrés en 2021, contre 189,9 millions en 2020 et 249,1 millions en 2022.

dépassant largement et systématiquement (à l'exception de 2021) la valeur ajoutée. *A fortiori*, comme chez Solvay SA, quand les produits exceptionnels sont les plus lucratifs (ici, en 2011, 2020 et 2021), c'est bien grâce à des *plus-values sur réalisation d'actifs immobilisés* (compte 7631). Dans ces cas, peut-on dire, les activités financières non récurrentes compensent le manque à gagner des activités récurrentes.

Graphique U. 3



Revenons encore sur le niveau relativement faible de la valeur ajoutée de UCB SA comparé à Solvay SA. Cette différence, on rappelle, tient du type de holding auquel on a affaire. Dans le cas de UCB, nous verrons que la richesse opérationnelle produite est à peine suffisante à couvrir les charges fiscales – et encore, pas toujours. Au regard du partage de la valeur ajoutée, la société mère se retrouve totalement déficitaire (plus encore que Solvay), cumulant les pertes ajoutées pour couvrir ses charges. La rémunération des différents facteurs de production dépend dès lors exclusivement des revenus financiers – sinon des réserves, quand ces revenus ne suffisent pas (comme en 2014, 2017, 2021).

La répartition de la valeur ajoutée de UCB SA

On le voit, dans le cas d'une holding comme UCB SA, analyser la répartition de la richesse à partir de la valeur ajoutée s'avère peu adéquat. Or, la méthodologie proposée par Ooghe *et al.* ne prévoit pas d'alternative pour ce type de structure financière. Afin de contourner cette difficulté et de fournir malgré tout un aperçu de la répartition de la richesse économique au sein de l'entreprise, nous proposons deux approches complémentaires.

La première consiste à rester dans le périmètre des comptes sociaux de la société mère, en mettant en rapport les différentes parts allouées aux facteurs de production et les résultats financiers. Cette démarche nous semble valable compte-tenu du poids prépondérant des activités financières dans le modèle économique de UCB SA

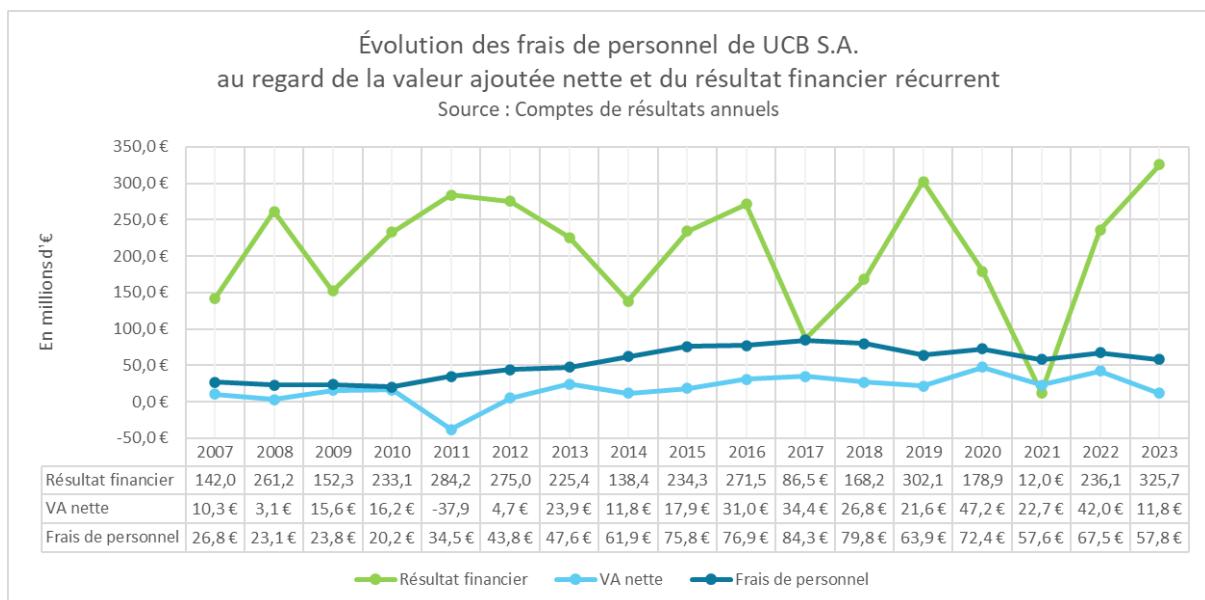
La seconde approche repose sur les comptes consolidés du groupe. En l'absence d'une valeur ajoutée consolidée, calculée selon les normes comptables belges et la méthode du *Traité*, l'analyse s'appuiera sur la marge brute consolidée et sur l'EBIT comme indicateurs de référence. Ceux-ci permettront d'estimer, à l'échelle du groupe, la hauteur de la richesse produite au travers des activités d'exploitation, et de comparer le niveau de redistribution de cette richesse aux différents facteurs de production.

Il convient de souligner que ces deux démarches présentent des limites et ne sauraient se substituer pleinement à une analyse fondée sur la valeur ajoutée. Elles permettront toutefois d'esquisser une estimation plausible de la répartition de la richesse dans une holding.

Le personnel

Le graphique U. 4 illustre l'évolution des charges de personnel de la société mère entre 2007 et 2023 au regard de l'évolution de la valeur ajoutée et du résultat financier (récurrent).

Graphique U. 4

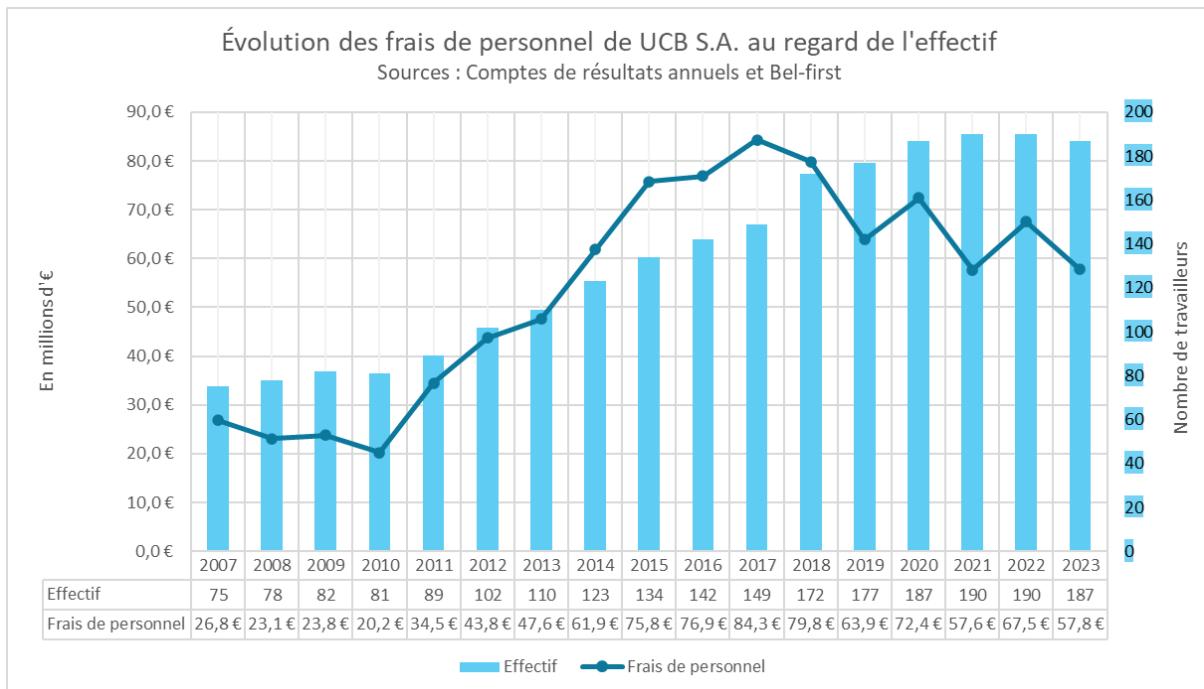


L'observation confirme d'emblée nos premières conclusions : les charges salariales dépassent systématiquement la valeur ajoutée, tandis que les revenus financiers suffisent

toujours à rémunérer les travailleur·ses – si ce n'est, nous verrons, l'ensemble des facteurs de production. Une exception toutefois en 2021 : pour rappel, cette année-là, l'entreprise subit une forte diminution de ses retours sur investissement (- 93,3 % par rapport 2020) ; mais cette diminution fut compensée par une plus-value exceptionnelle de 329 millions d'euros (compte 7631) qui permit à UCB SA de couvrir l'ensemble de ses charges tout en dégageant un bénéfice.

En observant plus en détail la courbe des charges salariales au regard de l'évolution des effectifs (*cf. graphique U. 5*), on distingue trois grandes phases.

Graphique U. 5



Entre 2007 et 2010, les frais de personnel passent de 26,8 à 20,2 millions d'euros (- 24,6 %), tandis que l'effectif progresse de 75 à 81 salariés (+ 8 %). Bien que cela ne soit pas explicitement commenté dans les publications de l'entreprise, l'on peut vraisemblablement attribuer cette asymétrie (baisse des charges vs hausse de l'effectif) à la restructuration *post-acquisition* de Schwarz Pharma via la mise en œuvre du programme SHAPE (*supra*, note 104). D'après les rapports annuels intégrés, cette restructuration s'est traduite par la suppression de postes à haute rémunération, la diminution des rémunérations variables, le remplacement de certains postes par des profils moins coûteux, *etc.*¹¹¹ Objectif : réduire la masse salariale

¹¹¹ Lire à ce propos : UCB, *RA 2008*, « Gestion des Talents », pp. 42-45. UCB, *RA 2009*, « Des collaborateurs, des talents », pp. 56-58. UCB, *RA 2013*, « Frais de restructuration », p. 86.

globale. Pour la société mère, cet objectif a visiblement été atteint non seulement sans diminution de l'effectif, mais par l'intégration de nouveaux profils moins coûteux.¹¹²

Entre 2011 et 2017, effectifs et charges de personnel évoluent de manière fortement corrélée : le nombre d'ETP passe de 89 à 149¹¹³ (+ 67,4 %), tandis que les charges de personnel augmentent plus fortement encore, passant de 34,5 à 84,3 millions d'euros (+ 144,4 %). Dans cette seconde phase, la croissance des charges suit donc, de manière amplifiée, celle des effectifs, suggérant une montée en gamme des profils recrutés, une hausse des rémunérations et avantages, ou encore une évolution des dispositifs de rémunération variable.

À partir de 2018, cette dynamique s'inverse : bien que les effectifs continuent d'augmenter (atteignant un pic de 190 employés en 2021 et 2022), les charges de personnel diminuent de manière significative pour atteindre 57,8 millions d'euros en 2023. Cette nouvelle asymétrie suggère une nouvelle transformation de la structure des coûts salariaux ou de l'organisation de l'entreprise. Plusieurs hypothèses peuvent être envisagées : une réorganisation interne avec transfert de postes à haute rémunération vers d'autres entités du groupe ; une évolution des profils recrutés (davantage de juniors ou de fonctions support à moindre coût)¹¹⁴ ; ou encore des mesures de réduction des charges sociales patronales. On peut également ; envisager un recours accru à des dispositifs de rémunération différée ou non monétaire (telles que des actions gratuites, des *stock-options*, etc.) qui, bien que comptabilisés dans les charges de personnel, n'impliquent pas de sortie immédiate de trésorerie.¹¹⁵ Enfin, certains reclassements comptables peuvent également contribuer à alléger les charges affichées.

*

À l'échelle du groupe, la structure de l'emploi et de la politique salariale a connu une transformation en profondeur. Au cours de la période étudiée, effectifs et dépenses de personnel consolidées¹¹⁶ évoluent globalement en décalage (*cf. graphique U. b*). Entre 2007 et 2023, le

¹¹² Ce qui ne veut pas dire que UCB SA n'a procédé à aucun licenciement. Selon les comptes annuels, compte « Bilan social » (code 342, « Licenciement ») entre 2007 et 2010, la société mère a licencié vingt-quatre équivalents temps plein (ETP).

¹¹³ Malgré trente-deux licenciements. (*Cf. UCB SA, Comptes annuels, 2011-2017, code 342 « Licenciement ».*)

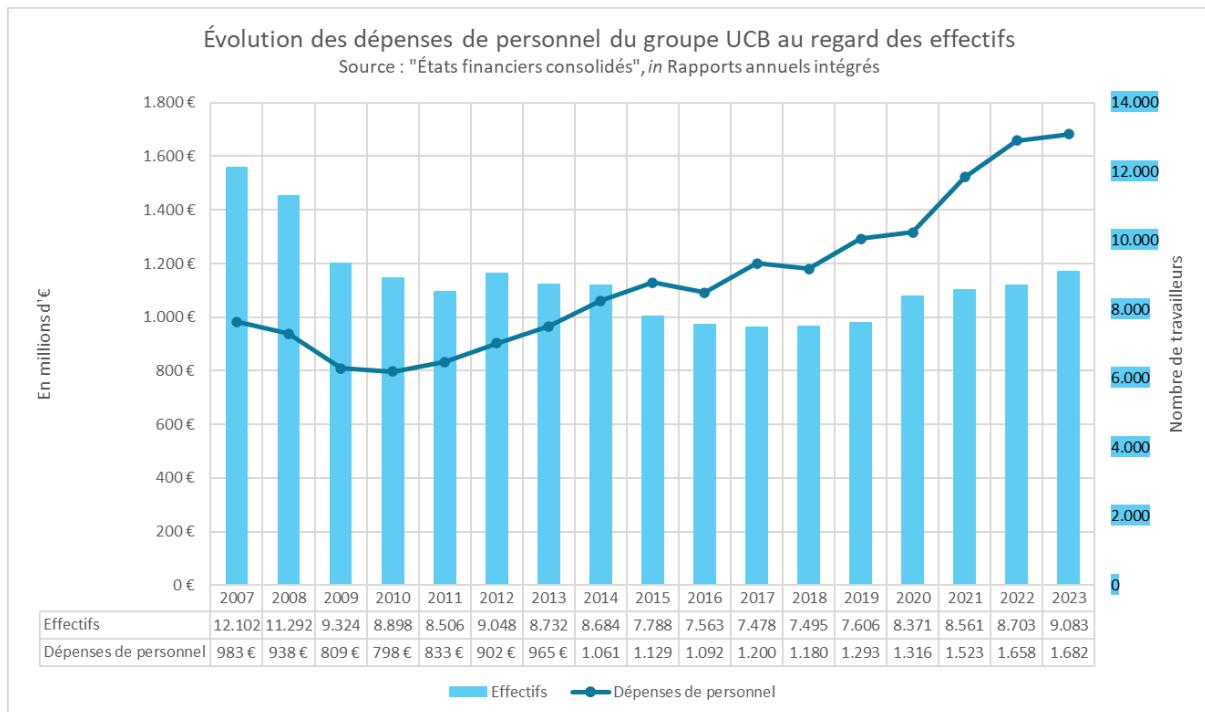
¹¹⁴ Cette hypothèse se vérifie au regard des quarante-quatre licenciements menés par l'entreprise au cours de cette période. (*Cf. UCB SA, Comptes annuels, 2018-2023, code 342 « Licenciement ».*)

¹¹⁵ À l'échelle du groupe, la rémunération fondée sur des actions est passée, au cours de cette période, de 65 à 104 millions d'euros. (UCB, RA, 2018-2023, « Notes aux états financiers consolidés », note « Charges liées aux avantages du personnel », cellule « Charges des paiements fondés sur des actions pour salariés et administrateurs ».)

¹¹⁶ UCB, RA, 2007-2023, « Notes aux états financiers consolidés », note « Charges liées aux avantages du personnel », cellule « Total des charges liées aux avantages du personnel ».

nombre d'employés passe de 12.102 à 9.083, une baisse de près de 25 %, tandis que les charges salariales augmentent de plus de 71 %, passant de 983 à 1.682 millions d'euros. Cette évolution asymétrique des courbes est d'autant plus notable compte-tenu de l'importante augmentation du coût annuel moyen par salarié·e, qui passe de 81.226 à 185.181 euros (+ 128 %).

Graphique U. b



Entre 2007 et 2015, la réduction des effectifs est particulièrement marquée puisque le groupe se sépare de 4.314 ETP en huit ans, soit plus d'un tiers de son personnel.¹¹⁷ Malgré cette importante réduction, les dépenses totales de personnel augmentent progressivement à partir de 2011. Cette situation s'explique par une rationalisation des effectifs et une montée en gamme des profils (donc des postes à plus haute rémunération). On observe d'ailleurs une forte augmentation de la rémunération fondée sur des actions qui passe de 10 à 83 millions d'euros.¹¹⁸

Entre 2015 et 2019, les effectifs se stabilisent (environ 7.600 employés), puis repartent à la hausse à partir de 2020 (+ 16,6 % entre 2015 et 2023), mais les dépenses de personnel augmentent beaucoup plus rapidement (+ 49 % en huit ans)¹¹⁹. Au regard du coût annuel moyen

¹¹⁷ La première vague de licenciements a lieu entre 2008 et 2009 (près de 2.000 personnes en un an) suite au lancement du programme SHAPE, lequel se poursuit jusqu'en 2012.

¹¹⁸ UCB, RA, 2007-2015, « Notes aux états financiers consolidés », note « Charges liées aux avantages du personnel », cellule « Charges des paiements fondés sur des actions pour salariés et administrateurs ».

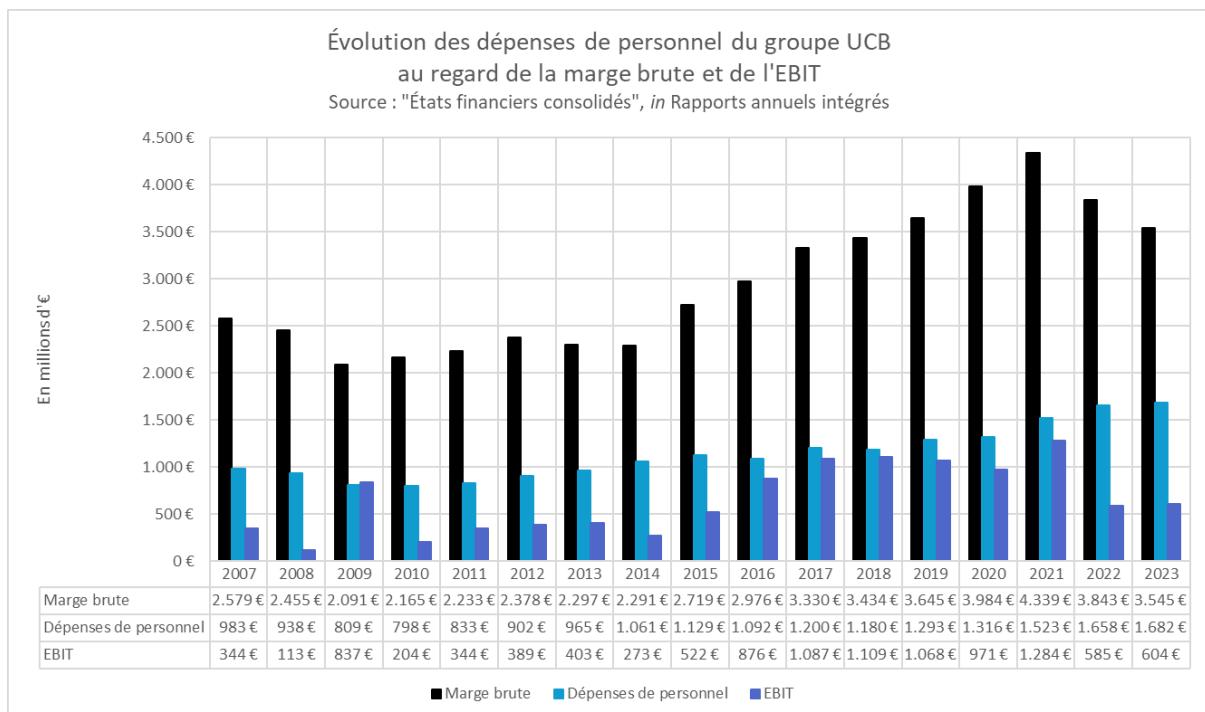
¹¹⁹ + 78,5 % si l'on se base uniquement sur l'évolution des *salaires et avantages sociaux directs*. Quant aux autres charges liées aux avantages du personnel, elles évoluent soit beaucoup plus lentement (telles que les charges sociales, les paiements fondés sur des actions, et les assurances), soit à la baisse (pensions et « autres charges »).

par salarié·e, cela représente une augmentation de 27,7 %, qui peut s'expliquer notamment par la spécialisation accrue des métiers et le renforcement des profils hautement qualifiés.¹²⁰

En résumé, la divergence entre la courbe des effectifs et celle des dépenses de personnel consolidées reflète un changement profond dans la structure de l'emploi au sein du groupe UCB : moins de salarié·es, mais plus de valeur ajoutée par tête.

Et de fait, au regard de la richesse créée par le groupe – mesurée, à défaut d'une valeur ajoutée consolidée, au moyen de la marge brute consolidée –, on observe une augmentation progressive de la part affectée aux travailleur·ses. Entre 2007 et 2023, la marge brute de UCB passe de 2,58 à 3,54 milliards d'euros – soit une hausse de 37,5 % (*cf. graphique U. c*), bien inférieure à celle des dépenses de personnel (+ 71,1 % en seize ans). La part de la marge brute affectée au personnel croît ainsi progressivement de 38,1 % en 2007 à 47,4 % en 2023.

Graphique U. c



Notons qu'en 2020 et 2021, années record où la marge brute du groupe atteint successivement 3,98 et 4,34 milliards d'euros, ce taux d'affectation tombe à 33 %, puis remonte à 35,1 %. Il serait tentant à partir de là d'affirmer deux choses : d'une part, l'entreprise pharmaceutique n'a manifestement pas souffert de la crise sanitaire ; d'autre part, ce ne sont pas les travailleur·ses qui ont bénéficié du supplément de richesse produit. Il convient toutefois

¹²⁰ D'autres facteurs peuvent aussi avoir contribué à cette évolution, comme une concentration de l'emploi dans des pays à haut niveau de vie (Belgique, États-Unis, Suisse), ou encore l'effet de l'inflation sur les rémunérations.

de nuancer ce propos. Malgré la baisse apparente du taux de marge affecté aux salarié·es, les dépenses totales de personnel augmentent de 1,8 % en 2020 et de 15,7 % en 2021, pour atteindre successivement 1,3 et 1,5 milliard d'euros. Autrement dit, si la part de la richesse produite affectée au personnel n'a pas augmenté proportionnellement à la marge, la politique salariale du groupe semble profiter, sinon à tou·tes, au moins à une frange spécifique de travailleur·ses.¹²¹

En parallèle, on l'a vu, l'EBIT (qui mesure rentabilité opérationnelle du groupe avant intérêts et impôts) progresse de façon plus volatile. Après un plongeon en 2008 à 113 millions d'euros, l'EBIT connaît une croissance progressive (d'abord lente jusqu'en 2014, mais qui s'accélère à partir de 2015 pour atteindre 1,28 milliard d'euros en 2021) avant de chuter de plus de 50 % l'année suivante et se stabiliser à 604 millions d'euros en 2023. Ceci révèle que l'augmentation des salaires n'est pas strictement indexée sur la rentabilité puisque dans sept exercices sur seize, dépenses de personnel et EBIT évoluent en opposition – en 2014, 2019, 2020 et 2022, par exemple, les premiers augmentent alors que le second diminue.

Ce décalage semble refléter la stratégie RH menée par le groupe depuis 2008. Une stratégie à long terme fondée sur la rationalisation des effectifs : à la fois le licenciement massif

¹²¹ À ce propos, dans les rapports annuels, le groupe met en avant une politique de rémunération « compétitive » pour ses dirigeants, alignée avec les standards internationaux du secteur, et intégrant des incitants à long terme (ou « LTI » [*Long Terme Incentive*]). (UCB, *RA*, 2007-2023, « Rémunération des principaux dirigeants ».) Il est donc plausible qu'une part relativement importante de la hausse des dépenses soit liée à ces formes de rémunération variable (différée ou indexée sur les résultats) – conformément à la stratégie de UCB en matière de salaire. Objectif : renforcer le lien entre performance individuelle, création de valeur et rémunération. Cette politique de rémunération compétitive pour les dirigeants de UCB est loin d'être un cas isolé, comme on peut le lire dans l'ouvrage collectif d'Attac et de l'Observatoire des multinationales (2023) :

« Il y a quelques décennies, un dirigeant était avant tout un salarié de son entreprise, qui touchait une rémunération fixe, certes confortable, mais pas totalement déconnectée de celle de ses subordonné·es. Aujourd'hui, les parts fixes ne représentent plus qu'un cinquième à peine de la rémunération des patrons du CAC40. Les parts variables – largement indexées sur les performances financières et boursières de l'entreprise – représentent près de 30 % du total. Les paiements en actions, quant à eux, en constituent près de la moitié. Cette évolution n'a rien d'un hasard. La structuration des rémunérations des dirigeants d'entreprise a été pensée par les intellectuels organiques de Wall Street pour aligner solidement les intérêts économiques des dirigeants sur ceux des actionnaires plutôt que sur ceux des employé·es. Plus l'entreprise prospérera en bourse et sera généreuse envers ses actionnaires, plus élevée sera la rémunération des dirigeants. On s'étonne moins de leur propension à augmenter les dividendes d'année en année. » (*Super Profiteurs*, pp. 35-36.)

Notons qu'au cours de la période étudiée, la rémunération annuelle totale des membres du comité exécutif (CEO inclus) augmente de façon progressive, passant de 14,1 millions d'euros en 2008 à 32,7 millions d'euros en 2020 – soit une hausse de 132,2 %, tandis que les dépenses totales (consolidées) de personnel n'ont augmenté (depuis 2007) « que » de 33,9 %. Entre 2021 et 2023, par contre, la rémunération totale des dirigeants baisse successivement à 23,2, 22,5 et 18,9 millions d'euros (- 42,3 % en trois ans, tandis que le total des frais de personnel continue de progresser de 27,8 %). Précisons que nous avons calculé ces montants en additionnant pour chaque exercice l'ensemble des composantes de la rémunération du CEO et des autres membres du C.E., à savoir : le salaire de base, la rémunération variable à court terme (les bonus), les rémunérations variables à long terme (les LTI, telles que les actions gratuites et options sur action) et toutes les autres composantes et avantages sociaux (plan de pension, couverture d'assurance, véhicule de société, éléments exceptionnels, etc.)

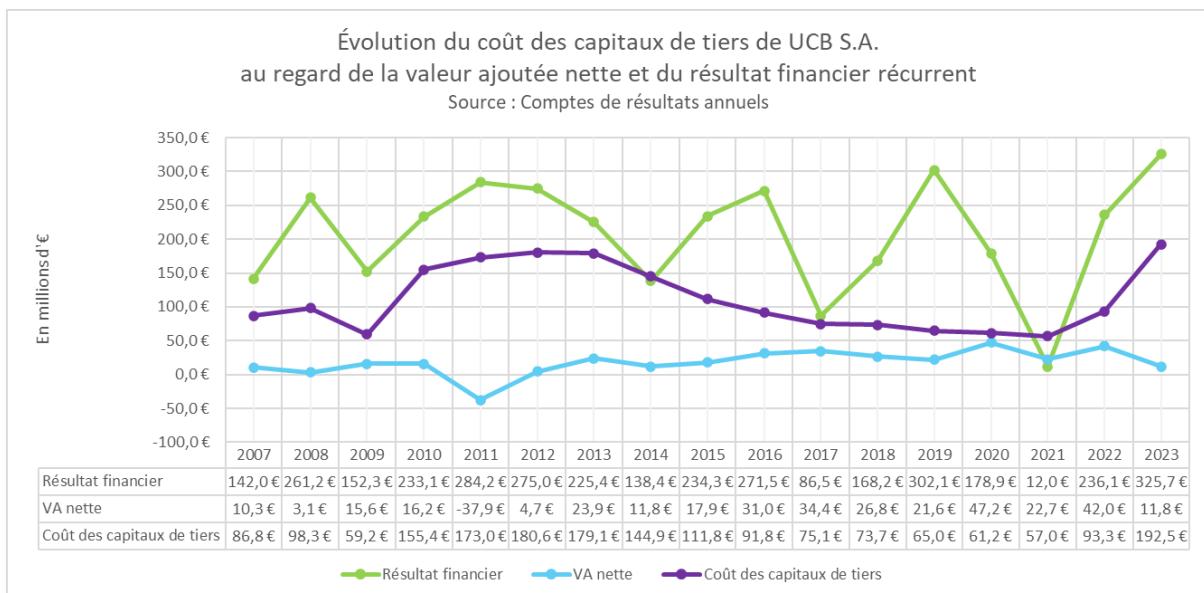
d'un certain type d'employés au profit d'autres types de profils, moins nombreux mais plus qualifiés. Une stratégie qui mise sur l'attractivité du groupe et la rétention de ses talents via une politique salariale – en apparence, du moins – avantageuse pour tout monde, et dans laquelle l'investissement à long terme dans le capital humain semble primer sur les impératifs de rentabilité immédiate. Malgré une baisse tendancielle des effectifs, une part croissante de la richesse créée est en effet captée par le facteur travail, tandis que la part, disons, « brute » de l'entreprise (ratio EBIT/marge) oscille de façon irrégulière entre 4,6 % (2008) et 40 % (2009).

Dès lors, si l'on peut interpréter l'augmentation des dépenses de personnel comme le reflet d'un investissement stratégique dans le capital humain, il convient d'en relativiser la portée. D'une part, cette dynamique ne bénéficie sans doute pas uniformément à l'ensemble des salarié·es – vu la progression particulièrement marquée des rémunérations des dirigeants, en forte déconnexion avec la moyenne. D'autre part, la volatilité de l'EBIT et sa chute importante des deux dernières années (qui le ramène à son niveau de 2015, tandis que les dépenses de personnel ne cessent de progresser) interrogent la soutenabilité à long terme de cette stratégie.

Les capitaux de tiers

Le graphique U. 6 illustre une situation semblable à ce que nous avons observé face à la courbe des frais de personnel : le coût de la dette dépasse systématiquement la valeur ajoutée, alors qu'il est toujours couvert (excepté en 2014 et 2021) par les revenus financiers.

Graphique U. 6



En observant en détail la courbe du coût de la dette, trois grandes phases se distinguent.

La première, entre 2007 et 2013, se caractérise par un coût élevé et croissant (malgré la chute isolée de 2009). Durant cette période, la charge des capitaux de tiers représente plus de 60 % du résultat financier récurrent – sans compter 2008 et 2009, où elle représente environ 38 %. Cette évolution s'explique d'abord par l'acquisition de Schwarz Pharma (2006) qui a profondément modifié la structure de financement de la société. La restructuration qui a suivi – étalée sur plusieurs années, notamment via le programme SHAPE – a nécessité un recours massif à l'endettement, entraînant à la fois une augmentation significative des charges financières¹²² et des changements stratégiques en ce qui concerne le financement de la dette.¹²³ Par ailleurs, rappelons-le, cette période est marquée par la crise financière mondiale de 2008, qui a provoqué une volatilité importante sur les marchés du crédit. (De Sloover *et al.*, 2012.) Les conditions de financement se sont durcies, avec une hausse des primes de risque et un accès au crédit plus coûteux pour les entreprises.

Le seconde phase, entre 2014 et 2021, se caractérise par une baisse continue du coût des capitaux de tiers, lequel passe de 144,9 à 57 millions d'euros (- 60,7 % en sept ans). Cette phase correspond à une stratégie de désendettement menée par le groupe¹²⁴, dans un contexte

¹²² Dans les comptes annuels de la société mère, les charges financières récurrentes (compte 65) ont augmenté de façon exponentielle entre 2007 et 2011, passant de 98,4 à 218,2 millions d'euros, avant de descendre doucement à 184,5 millions d'euros en 2013. Précisons que les charges de dettes (compte 650) constituent systématiquement la part majoritaire des charges financières.

¹²³ Les rapports annuels de 2009 et 2010 font ainsi état d'un « refinancement » et d'une « restructuration » de la dette. (UCB, *RA 2009*, « Étapes clés 2009 », p. 9, « Finance & IT », p. 62. UCB, *RA 2010*, « Lettre aux actionnaires », p. 4.) Parmi les mesures annoncées en 2009 pour le groupe, on trouve une diversification des sources de financement, avec 750 millions d'euros d'obligations pour les particuliers (échéance 2014), 500 millions d'euros d'obligations convertibles (échéance 2015) et 500 millions d'euros d'obligations pour les institutionnels (échéance 2016). L'émission d'obligations convertibles (c'est-à-dire des emprunts contractés par l'entreprise auprès d'investisseurs qui peuvent choisir, à certaines conditions, de convertir ces obligations en actions) a probablement contribué à la baisse ponctuelle du coût de la dette de UCB SA en 2009, étant donné leur taux d'intérêt particulièrement bas (comparé aux obligations classiques). Par ailleurs, le ralentissement du coût des dettes entre 2010 et 2013 peut également s'expliquer par le recours à des instruments de gestion financière (tels que les swaps de taux d'intérêt) qui permettent à l'entreprise de limiter son exposition aux variations de taux.

¹²⁴ Lire à ce propos les « Objectifs financiers » et l'évolution de la « Dette nette » de UCB (*RA*, 2014-2021). Entre 2014 et 2019, UCB a ainsi réduit sa dette nette de manière continue, passant d'un montant de plus de 1,6 milliard d'euros à une situation de trésorerie nette de - 12 millions d'euros. Cela signifie qu'en 2019, le groupe disposait d'un excédent de liquidités lui permettant de couvrir ses dettes immédiates. Cette amélioration s'explique notamment par une gestion active des flux de trésorerie et par la conversion d'obligations convertibles. Parallèlement, le ratio dette nette/EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements) a fortement diminué, passant de 2,09 en 2014 à 0,38 en 2017 – dépassant largement l'objectif de 1:1 fixé à l'origine pour 2018 (*RA 2017*, « Objectifs financiers », p. 25). Un ratio dette nette/EBITDA de 1:1 signifie que l'entreprise génère en un exercice suffisamment de ressources opérationnelles pour rembourser l'intégralité de sa dette nette ; une étape clé dans la réduction de son endettement. En 2020 et 2021, cette trajectoire a été interrompue avec une nouvelle augmentation de la

macroéconomique favorable grâce à la politique monétaire accommodante de la BCE. Précisons que, comme le reconnaît le groupe, en 2020-2021, la crise du COVID-19 a eu un impact « restreint [...] sur la position et la performance financières et les flux de trésorerie d'UCB. »¹²⁵ En 2021, pourtant, le coût des capitaux de tiers dépasse à la fois la valeur ajoutée et le résultat financier de la société mère (tombé à 12 millions d'euros suite à la baisse ponctuelle des retours sur investissements). Une situation problématique en apparence mais qui fut compensée, on l'a vu, par une plus-value exceptionnelle de 329 millions d'euros.

Enfin, la remontée brutale du coût des dettes à partir de 2022 – culminant à 192,5 millions d'euros en 2023 (+ 237,5 % en deux ans) – s'explique essentiellement, d'après les publications de UCB, par la dégradation rapide des conditions financières internationales (hausse des taux directeurs par la BCE, inflation, resserrement du crédit). Le rapport annuel 2023 souligne particulièrement l'impact de la conjoncture sur les coûts.¹²⁶ Il est toutefois frappant de constater que, malgré cette pression financière accrue, le résultat financier récurrent de la société mère a progressé de façon spectaculaire au cours de la même période (+ 2.607,4 % en deux ans), atteignant en 2023 son meilleur score à 325,7 millions d'euros. Ceci compense manifestement les effets négatifs de la conjoncture sur les charges financières. Nonobstant, le coût de la dette représentait tout de même 59,1 % du résultat financier récurrent en 2023 – ce qui demeure élevé. Cette situation rappelle la dépendance structurelle des holdings à la volatilité des marchés financiers et à la conjoncture macroéconomique.

*

À l'échelle du groupe, le coût consolidé de la dette représente une part nettement moins importante dans le partage de la richesse produite. Si la courbe suit une trajectoire relativement semblable à celle de la société mère (en tout cas à partir de 2014), cette trajectoire contraste fortement avec celle de la marge brute consolidée qui, on l'a vu, progresse globalement de 2,58 à 3,54 milliards d'euros, avec un pic à 4,34 milliards en 2021.

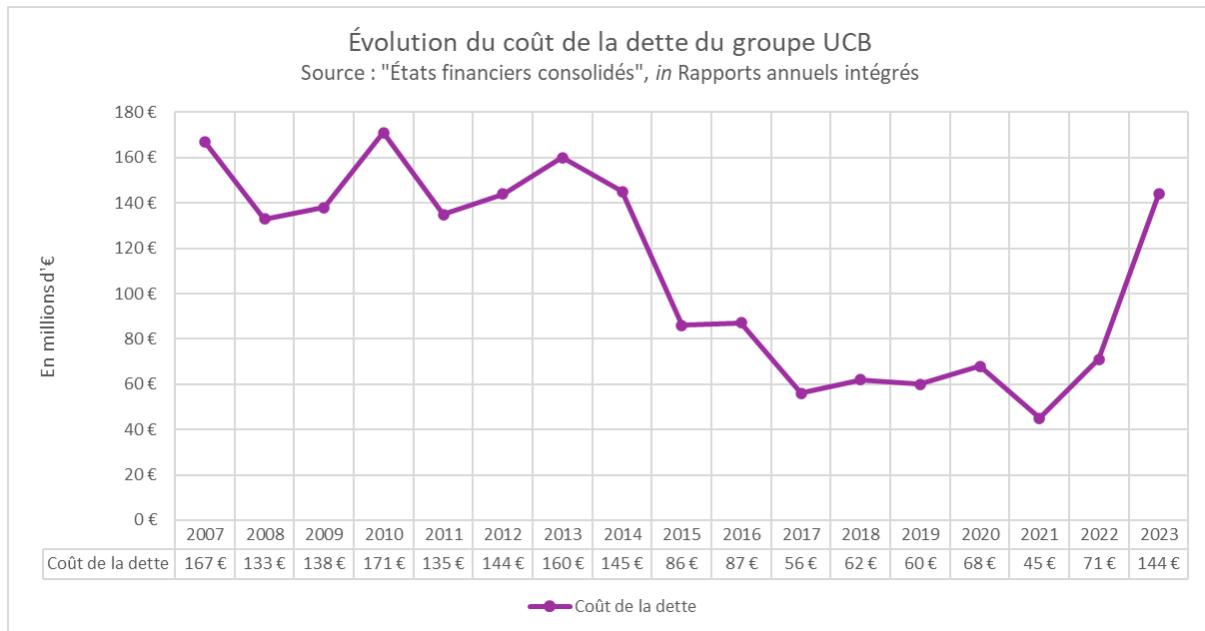
dette nette à la suite d'investissements stratégiques et d'acquisitions. Toutefois, la tendance globale sur la période reste celle d'une amélioration significative, accompagnée d'une meilleure flexibilité financière.

¹²⁵ UCB, *RA 2021*, « Impact actuel et anticipé de la situation COVID-19 sur la position et la performance financières et les flux de trésorerie d'UCB », p. 200.

¹²⁶ « L'année 2023 a vu une flambée rapide des taux d'intérêts et une nouvelle hausse de l'inflation. UCB, comme beaucoup d'autres entreprises, subit les effets de la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt qui touchent de nombreux aspects des activités d'UCB, notamment l'augmentation des coûts tels que les matières premières et les salaires. Néanmoins, une approche rigoureuse en matière de coûts a permis à UCB d'en atténuer les effets en 2023. La hausse des taux d'intérêts a provoqué une augmentation du coût de la dette en 2023. » (UCB, *RA 2023*, « Impact de la situation macroéconomique sur la situation financière, les performances financières et les flux de trésorerie d'UCB », p. 205.)

À défaut de pouvoir calculer le coût annuel des capitaux de tiers consolidé avec la même précision que pour la société mère¹²⁷, nous l'estimons en déduisant du total des charges financières tout ce qui relève des pertes de valeur, ajustements de juste valeur et effets de change.¹²⁸ Le résultat de la soustraction constitue le coût de la dette pour le groupe (les obligations convertibles ; les obligations pour les particuliers, les institutionnels et autres ; les charges financières sur leasings). À l'instar de la société mère, l'évolution du coût de la dette du groupe dessine une courbe en trois phases (*cf. graphique U.d*).

Graphique U. d



Entre 2007 et 2013, le coût des dettes est très volatile, oscillant autour d'une moyenne de 150 millions d'euros, sans réelle tendance (ni à la hausse, ni à la baisse). Entre 2011 et 2013, les charges d'intérêt de UCB SA dépasse celles du groupe. Cette situation traduit une centralisation de l'endettement (et donc des risques) au niveau de la maison mère, traduisant son rôle de financement des filiales.

Entre 2014 et 2021, le groupe voit le coût de sa dette décroître de façon importante, avec une forte chute en 2015 (- 40,7 % en un an) et une relative stabilisation entre 2017 et 2019 – reflet de sa stratégie de désendettement, facilitée par une conjoncture favorable. Au cours de cette phase, la multinationale parvient ainsi à réduire de 100 millions d'euros le montant des

¹²⁷ C'est-à-dire, pour rappel, selon la méthode de référence, en nous appuyant sur les données issues des comptes de résultats déposés à la BNB, et en additionnant pour chaque exercice les *charges des dettes* (code 650) et le *montant de l'escompte [...] sur la négociation de créances* (code 653). (*Traité*, 2006, p. 252 ; 2022, p. 122.)

¹²⁸ UCB, RA, 2007-2023, « Notes aux états financiers consolidés », note « Produits financiers et charges financières ».

charges d'intérêt, soit une réduction de 69 % – une performance meilleure que celle de la maison mère. Désormais, et jusqu'en 2023, les charges d'intérêt du groupe se maintiennent en deçà de celles de UCB SA (hormis 2014 et 2020), conséquence de la restructuration de la dette entamée par le groupe en 2009 et de la centralisation de l'endettement au niveau de la holding. Cette phase de désendettement coïncide avec une période de croissance de la marge brute (+ 89,4 % en sept ans) et surtout de l'EBIT qui quintuple pratiquement (+ 370,3 %). Rapportées à l'EBIT, les charges d'intérêt représentent ainsi une part de plus en plus petite du bénéfice d'exploitation : de 53,1 % en 2014, la part rémunérant les tiers passe à 16,5 % en 2015, puis 9,9 % en 2016, avant d'atteindre un taux moyen de 5,4 % entre 2017 et 2021.

Enfin, en 2022 et 2023, toujours à l'instar de la maison mère, le groupe subit une remontée brutale de ses charges, lesquelles pour ainsi dire reprennent en deux ans les 100 millions d'euros économisés depuis 2014. En cause : le recours à de nouveaux emprunts pour financer la croissance (l'acquisition de Zogenix notamment), accentués par la hausse des taux d'intérêt. Parallèlement, on l'a vu, le groupe subit en deux exercices une perte de 18,3 % de marge brute, et de 53 % d'EBIT en raison de la perte d'exclusivité sur Vimpat® et E Keppra®. Des chiffres qu'il convient de nuancer au regard du ratio charges d'intérêt/EBIT : 12,1 % en 2022 et 23,8 % en 2023 – des taux inférieurs à ceux antérieurs à 2015.

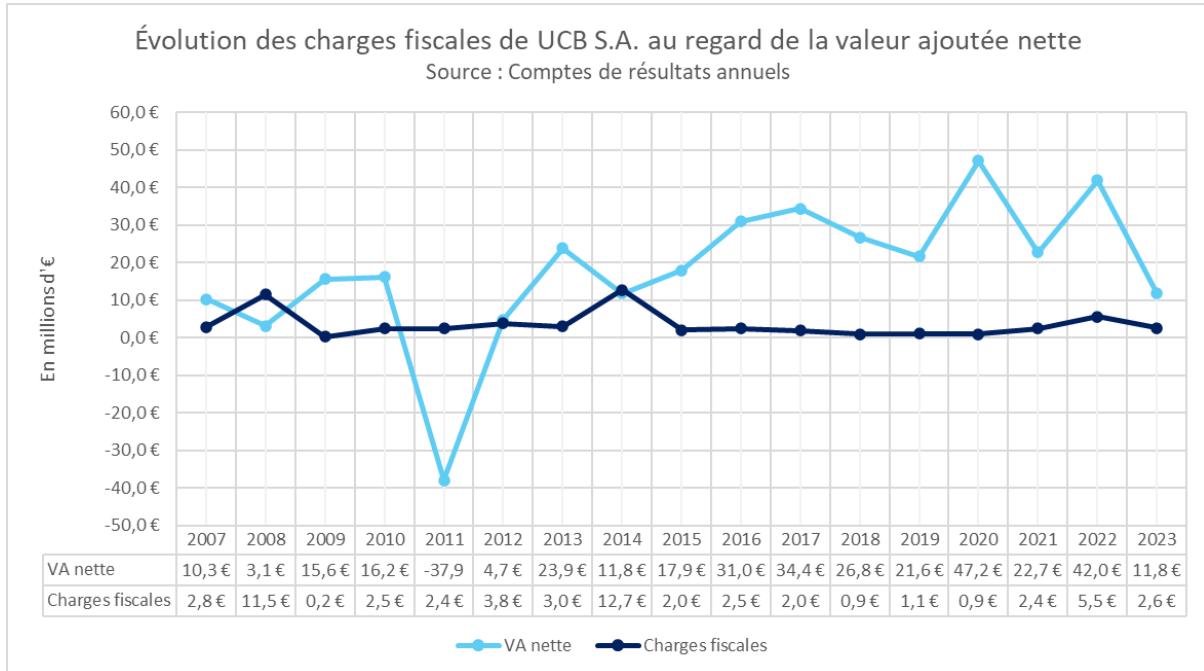
En bref, le recul du coût des capitaux de tiers – qui ne représentait plus que 3,5 % de l'EBIT en 2021 – reflète l'amélioration de la structure financière du groupe et l'optimisation de sa politique de financement. Sa remontée en 2022 et 2023, dans un contexte de durcissement de la politique monétaire globale et d'inflation, vient toutefois nuancer cette tendance. Parallèlement, le recul important de l'EBIT en 2022 montre que la rentabilité opérationnelle ne suit pas nécessairement l'évolution du coût de l'endettement. Loin d'évoluer mécaniquement avec la marge brute, elle demeure sensible à une série de facteurs (intensité des investissements en R&D, charges d'amortissement, variations des taux d'intérêt, *etc.*) Cela signifie que la capacité de UCB à rémunérer ses créanciers dépend tout autant de sa performance brute que de sa maîtrise des coûts opérationnels et la direction donnée à sa stratégie industrielle.

L'État

L'évolution des charges fiscales de UCB SA entre 2007 et 2023 dessine une courbe sinuuse, sans tendance nette à la hausse ou la baisse. Les montants fluctuent entre 0,2 million (2009) et 12,7 millions d'euros (2014). Cette évolution, volatile donc, souvent décorrélée de

l'évolution de la valeur ajoutée nette, rappelle que la richesse opérationnelle produite – *a fortiori* dans une holding – ne détermine pas automatiquement le degré d'imposition effectif (*cf.* graphique U. 7). Cela se reflète au niveau de la répartition de la valeur ajoutée, par des variations notables de la part allouée à l'État : le taux d'affectation varie ainsi de façon irrégulière entre 1,5 % (2009) et 79,6 % (2012), avec des pics exceptionnels dépassant 100 % (373,1 % en 2008, 107,6 % en 2014) et même des taux négatifs (- 6,4 % en 2011).

Graphique U. 7



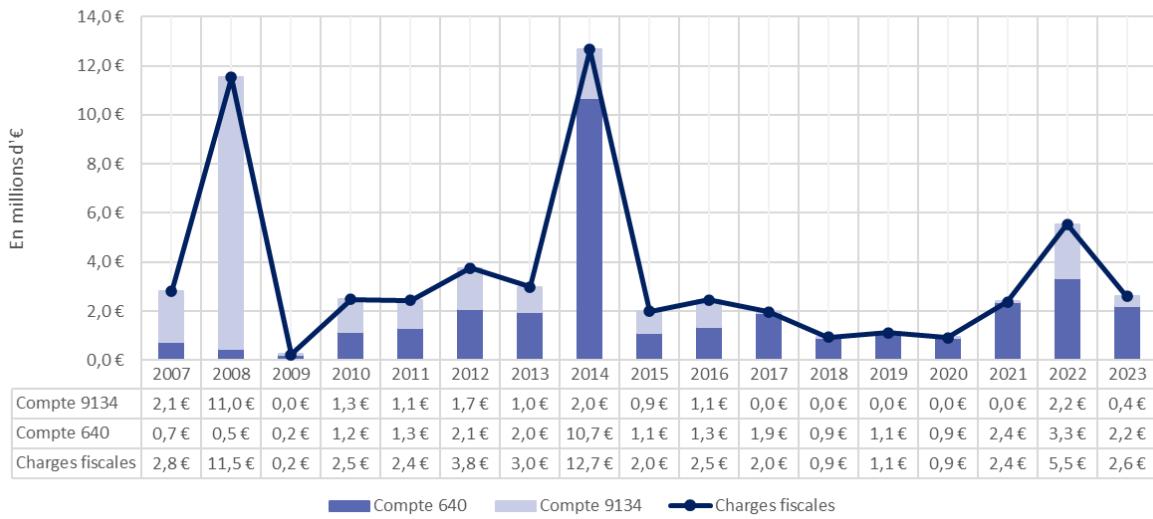
Le croisement de la courbe des charges fiscales avec celle de la valeur ajoutée nette permet de distinguer deux phases. Entre 2007 et 2014, on observe une forte décorrélation, avec des charges qui excèdent certaines années la valeur ajoutée (comme en 2008, 2011 et 2014). À partir de 2015, une inflexion notable apparaît : la richesse opérationnelle produite suffit à couvrir les charges fiscales – une évolution inédite pour UCB SA. Cette amélioration ne reflète pas tant une meilleure stabilité du résultat opérationnel qu'une baisse globale de l'imposition de la société mère, qui oscille désormais autour d'une moyenne de 2,2 millions d'euros.

*

L'analyse de l'évolution des composantes de cette imposition offre un éclairage supplémentaire (*cf.* graphique U. 8)

Graphique U. 8

**Évolution des charges fiscales de UCB S.A. au regard des impôts sur le résultat
(compte 9134) et des impôts relatifs à l'exploitation (compte 640)**
Source : Comptes de résultats annuels



En 2007 et 2008, les *impôts sur le résultat de l'exercice* (compte 9134) constituent la composante principale des charges fiscales de UCB SA. Situation étonnante en 2008, ces impôts connaissent une envolée spectaculaire (+ 432,5 % en un an), alors même que le bénéfice avant impôt (compte 9903) recule de 7,9 % (*cf.* graphique U. 9) sous l'effet combiné d'une perte d'exploitation et d'une perte non récurrente (respectivement - 20,5 et - 1,5 million d'euros). Ce paradoxe apparent s'explique par une augmentation ponctuelle du bénéfice imposable probablement liée aux dividendes et autres produits issus des filiales (compte 750) exceptionnellement élevés cette année-là : plus de 340,5 millions d'euros. Des revenus manifestement non exonérés fiscalement. Cette situation illustre la forte volatilité de la base imposable d'une holding, vraisemblablement accentuée par la conjoncture de 2008.

En 2009, les impôts sur le résultat s'effondrent de 99,8 %, tombant à un niveau extrêmement bas (23,5 mille euros) – bien en deçà donc du million d'euros – alors même que le bénéfice avant impôts atteint 185,9 millions d'euros (en recul de 22,3 % par rapport à 2018). Ce niveau traduit un taux d'imposition « apparent » quasi nul (0,01 %), révélateur d'une base imposable très faible et d'une optimisation fiscale particulièrement efficace.

À partir de là et jusqu'en 2023, les impôts sur le résultat – quoiqu'en hausse les années suivantes – ne représentent plus qu'une petite partie des charges fiscales ; les impôts et taxes relatifs à l'exploitation (compte 640) devenant la composante principale. Notons qu'en 2014, le montant exceptionnellement élevé enregistré dans le compte 640 (10,7 millions d'euros, bien

supérieur à la moyenne annuelle de 2 millions d'euros) est probablement lié à l'opération de rachat et de conversion des obligations convertibles menée par UCB SA¹²⁹

Notons encore qu'entre 2017 et 2021, les impôts sur le résultat retombent bien en deçà du seuil du million d'euros, diminuant progressivement de 37,3 à 22,4 mille euros. Si ces montants particulièrement faibles s'expliquent relativement facilement en 2017 et 2018 vu le recul significatif du bénéfice avant impôt (tombé successivement à 36,4 et 22,4 millions d'euros, pour un taux d'imposition apparent proche de 0,1 %), leur justification devient plus obscure à partir de 2019. Exemple frappant en 2020 : 24.172 euros d'impôts courants dus – 24.450 euros en comptant les impôts différés (*cf. compte 67/77*) – sur un bénéfice de près de 3,79 milliards d'euros, soit un taux d'imposition apparent de 0,0006 %.

*

Globalement, l'évolution du bénéfice avant impôts de UCB SA (*cf. graphique U. 9*) suit une trajectoire instable, caractéristique des holdings – dont les revenus dépendent principalement, on rappelle, des performances des filiales et de la fluctuation des marchés. Cette variabilité se traduit par l'alternance de résultats modérés, de pics exceptionnels et de replis notables. Les records atteints en 2011 et 2020 résultent de plus-values exceptionnelles (compte 763)¹³⁰ s'élevant respectivement à 1,07 et 3,62 milliards d'euros. À l'inverse, les replis de 2017 et 2018 s'expliquent, pour le premier, par une diminution significative des dividendes et autres produits de participation (compte 750), et par une augmentation importante des charges non récurrentes (des *réductions de valeur sur immobilisations financières*, compte 661) pour le second. Malgré cette forte variation des performances, le montant des impôts courants sur le résultat demeure relativement faible.

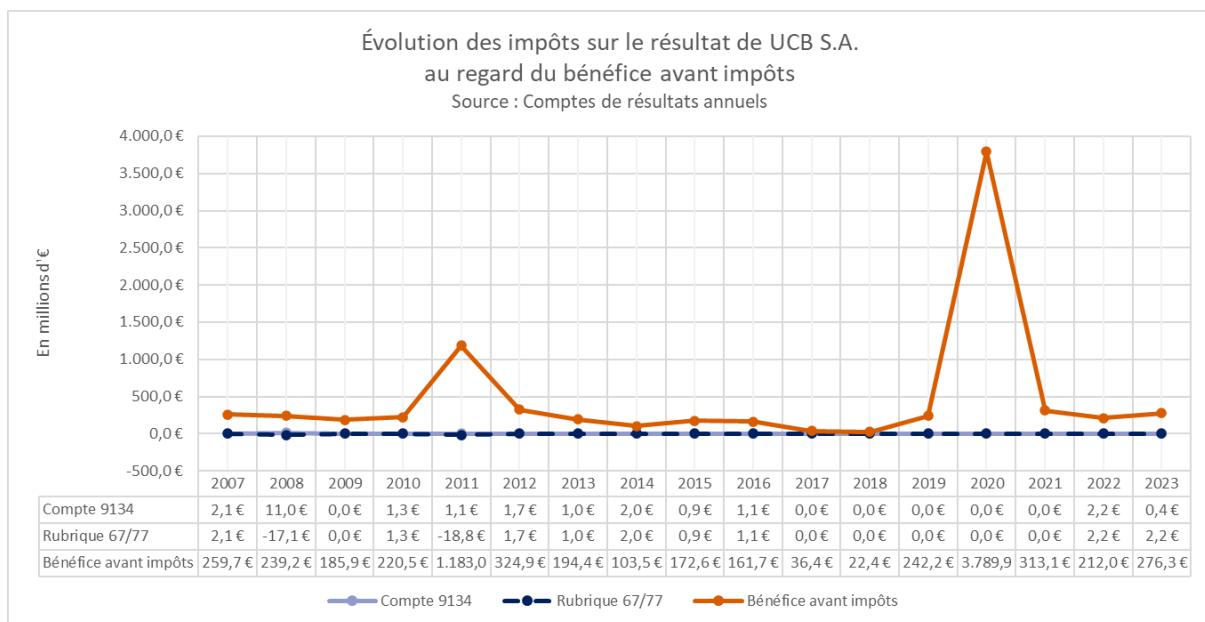
Et le montant ne varie pratiquement pas si l'on tient compte des éventuelles régularisations et ajustements fiscaux (impôts différés et reprises de provisions) comptabilisés (avec l'impôt courant sur le résultat) dans la rubrique 67/77. Cette dernière égale donc quasiment le compte 9134 – dans sept cas sur dix-sept, les montants sont identiques ; dans les autres cas, ils ne varient que très légèrement. Autrement dit, UCB SA ne procède qu'à très peu de régularisation, signe d'une situation fiscale globalement stable. Deux exceptions toutefois

¹²⁹ Cette opération de mars 2014 a entraîné deux augmentations de capital (33 millions d'euros en capital et 396 millions d'euros en prime d'émission) et l'émission de plus de onze millions de nouvelles actions. (UCB, *RA 2014*, « États financiers statutaires abrégés d'UCB SA », p. 150.) Cette opération d'envergure a vraisemblablement engendré des frais juridiques, administratifs et fiscaux liés aux formalités de conversion, de publication et de restructuration du capital – des frais typiquement encodés dans le compte 640.

¹³⁰ Code 7631 en 2020.

valent d'être citées : en 2008 et 2011, la rubrique 67/77 affiche un montant négatif, traduisant des reprises de provisions fiscales ou des crédits d'impôts supérieurs à l'impôt courant dû (comme on a pu souvent le voir chez Solvay SA). Conséquence : un bénéfice net après impôts (compte 9904) supérieur au bénéfice avant impôts (compte 9903). Ainsi en 2008, les régularisations et reprises de provisions (compte 77) génèrent un effet positif de près de 28,2 millions d'euros. Ceci ramène la charge fiscale totale à - 17,1 millions d'euros et augmente le bénéfice net de 7,2 %, qui atteint 256,3 millions d'euros. Situation semblable en 2011 : 19,9 millions d'euros de régularisations fiscales, pour un total d'impôts sur le résultat négatif (- 18,8 millions d'euros). Conséquence : un bénéfice net surpassant de 1,6 % le bénéfice brut (1,2 milliard d'euros après impôts contre 1,18 milliard avant impôts).

Graphique U. 9



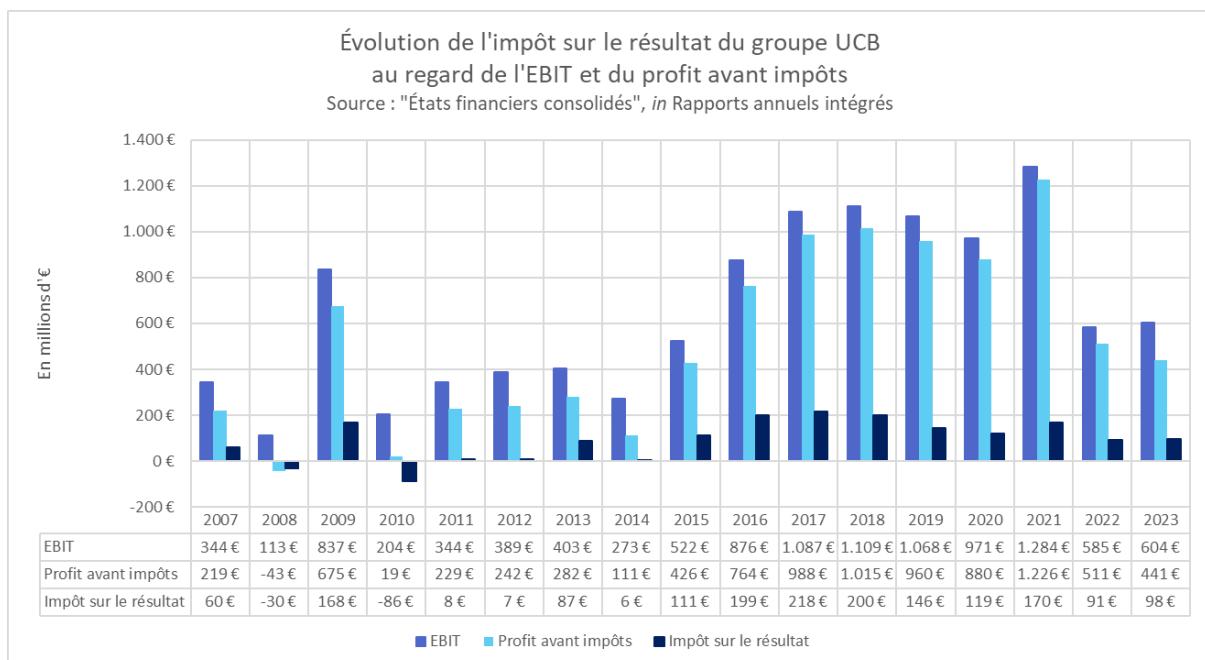
Le cas de UCB SA – corroboré par celui de Solvay SA et le faible niveau d'imposition de leurs revenus – suggère un régime fiscal belge particulièrement favorable aux sociétés holdings, qui tirent l'essentiel de leurs revenus de leurs participations. Ces revenus bénéficient du régime des RDT conformément aux articles 202 à 205 du Code des impôts sur les revenus de 1992 (CIR 92). Par ailleurs, les plus-values exceptionnelles ainsi que certains produits non récurrents peuvent, sous conditions, être exonérés d'impôt (art. 192, CIR 92) ou neutralisés fiscalement via des déductions telles que les pertes reportées (art. 206, CIR 92). Ainsi, comme le souligne Christian Chéry (2008), « le système fiscal existant des RDT est tout à fait avantageux pour une société holding dont l'objet unique est de gérer une (des) participation(s). » (Chéry, *op. cit.*, p. 454.) Ce cadre explique le niveau structurellement bas de l'imposition du

résultat dans les comptes sociaux des holdings, sans pour autant refléter leur rentabilité brute ni la contribution fiscale consolidée.

*

À l'échelle du groupe, le niveau d'imposition des bénéfices se caractérise par une forte volatilité, évoluant dans une fourchette particulièrement étendue qui va d'un crédit d'impôts de 86 millions d'euros en 2010, à une charge de 218 millions en 2017 (*cf. graphique U. e*). Cette évolution n'est donc ni linéaire, ni même strictement proportionnelle au bénéfice avant impôts.

Graphique U. e



La volatilité du taux effectif d'imposition¹³¹ suggère une certaine déconnexion entre la rentabilité et la charge fiscale effectivement supportée par le groupe. Plusieurs exercices enregistrent un taux nettement inférieur au taux nominal de l'ISoc. appliqué en Belgique. En 2012, par exemple, sur un bénéfice brut de 242 millions d'euros (en hausse de 5,7 % par rapport à 2011), le groupe enregistre une charge totale d'impôts sur le résultat de 7 millions d'euros (en baisse de 12,5 %). Autrement dit, cette année-là, le taux d'imposition effectif des revenus de UCB était de 2,7 % – bien en deçà des 33 % de l'ISoc. Autre exemple en 2014 : 6 millions d'euros d'impôts dus sur un bénéfice de 111 millions, ramenant le taux d'imposition effectif à 5,6 %. En 2010, pour compenser l'effondrement du bénéfice, passé de 675 à 19 millions d'euros (-97,2%), le groupe a bénéficié d'un crédit d'impôts de 86 millions d'euros. D'autres exercices

¹³¹ UCB, RA, 2007-2023, « Notes aux états financiers consolidés », note « Impôts (-) / crédits d'impôt sur le résultat », cellule « Taux d'imposition effectif ».

enregistrent toutefois un taux d'imposition effectif plus proche de l'ISoc. : 27,4 % en 2007, 30,9 % en 2013, 23,4 % de moyenne entre 2015 et 2018, ou encore 22 % en 2023.

Selon les rapports annuels de UCB, la volatilité du taux d'imposition effectif entre 2007 et 2023 s'explique par un recours régulier à divers mécanismes fiscaux : imputation et report de pertes, utilisation de crédits d'impôt différés, plus-values exceptionnelles exonérées, résultats favorables à l'issue d'audits fiscaux (comme en 2008, 2009, 2014), ou encore incidences de réformes dans les juridictions où le groupe s'est établi (comme la réforme fiscale américaine de 2017).¹³² De plus, la Belgique offre une palette d'incitations fiscales dédiées aux entreprises actives en R&D, particulièrement dans le secteur pharmaceutique¹³³, telles que des abattements, déductions pour revenus d'innovation (art. 205/1, CIR 92) ou crédits d'impôt pour R&D (art. 289/4-289/9 et 292/2, CIR 92).

*

La tendance observée sur la période, si elle n'est pas linéaire, traduit néanmoins une stratégie globale d'optimisation fiscale. Cette stratégie – à la fois conforme et largement encouragée par les dispositifs fiscaux en vigueur, et exposée de manière relativement transparente dans les rapports annuels – permet à UCB de bénéficier d'une pression fiscale globalement modérée, voire très faible (comme entre 2010 et 2012). Ce constat réitère les interrogations soulevées quant à l'équité du système fiscal belge, au regard cette fois des avantages et incitations offertes au secteur pharmaceutique.

Il convient toutefois de rappeler que l'impôt sur les bénéfices ne constitue qu'une composante parmi d'autres de la contribution fiscale totale d'une entreprise : impôts et taxes d'exploitation, cotisations sociales, TVA, précompte professionnel, précompte mobilier, droits d'enregistrement, accises, *etc.* Les informations disponibles sont généralement insuffisantes à dresser un état des lieux complet de la contribution réelle aux finances publiques.

Le bénéfice ajouté

Sans surprise, la part de la valeur ajoutée revenant à l'entreprise et ses actionnaires après rémunération du personnel, des prêteurs et de l'État est négative dans la mesure où la richesse

¹³² Lire à ce propos UCB, *RA 2017*, « Impôts (-) / crédits d'impôt sur le résultat », p. 136.

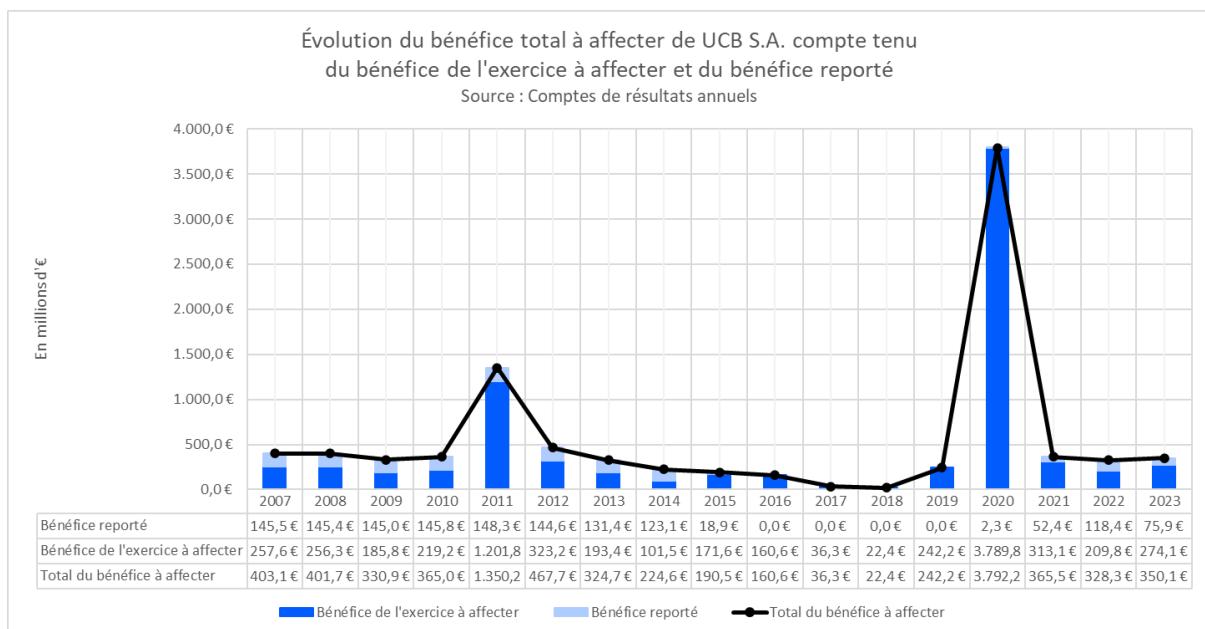
¹³³ Consulter à ce propos la page « Business » du site du Service Public Fédéral Belge. https://business.belgium.be/fr/investir_en_belgique/secteurs_cles/pharmaceutique (Consulté en janvier 2025.)

opérationnelle produite ne suffit déjà pas à rémunérer ces trois facteurs de production. Au regard du partage de la valeur ajoutée, UCB SA ne comptabilise donc que des pertes ajoutées (*infra*, graphique U. 12). Cet indicateur est par conséquent inadéquat pour appréhender l'enrichissement d'une holding – un constat déjà formulé avec Solvay SA.

*

Pour appréhender l'évolution de l'enrichissement de la holding et de ses actionnaires, il convient dès lors de se référer à son *bénéfice [total] à affecter* (compte 9906). Pour rappel, le bénéfice à affecter constitue la somme du *bénéfice (perte) de l'exercice à affecter* (9905) et du *bénéfice (perte) reporté(e) de l'exercice précédent* (14P). Précisions que les montants enregistrés dans le compte 9905 de UCB SA égalent systématiquement le *bénéfice après impôts* (compte 9904)¹³⁴ – ce qui indique l'absence de prélèvement ou d'affectation préalable du résultat lors de la clôture des comptes (*supra*, note 93, p. 69).

Graphique U. 10



La courbe du bénéfice total à affecter suit une trajectoire instable (*cf. graphique U. 10*), semblable à celle du bénéfice avant et après impôts. À la différence d'une société comme Solvay SA – qui constitue, pour rappel, une holding « mixte », selon la définition de Chérugy (2008) – UCB SA ne connaît pas de croissance durable de ses bénéfices en dehors des pics

¹³⁴ Le bénéfice net, très volatile, de UCB SA entre 2007 et 2023 est très proche, on l'a vu, du bénéfice avant impôts. La hauteur de ce dernier est essentiellement déterminée par les revenus financiers récurrents, tantôt majorés tantôt diminués du résultat financier non récurrent, mais constamment réduits par les pertes d'exploitation (compte 9901).

exceptionnels de 2011 et 2020. Au contraire, entre 2012 et 2018, le bénéfice à affecter recule de manière continue, passant de 467,7 à 22,4 millions d'euros, une chute sérieuse de plus de 95 % en six ans (- 98,3 % depuis 2011). Une telle tendance – qui serait jugée inquiétante dans une société industrielle (parce qu'elle reflèterait une instabilité ou une fragilité structurelle de l'exploitation) – n'est toutefois pas nécessairement significative dans une holding dite « pure » (Cheruy), l'irrégularité des profits résultant en effet de la nature volatile des revenus financiers.

Pourtant, il est frappant de constater le niveau si faible du bénéfice reporté, lequel – après six années de relative stabilité – décroît de manière accélérée à partir de 2013 jusqu'à disparaître complètement entre 2016 et 2019. Durant ces quatre exercices, le bénéfice courant à affecter égale le bénéfice total, suggérant l'absence de mise en réserves (*affectations aux capitaux propres*, rubrique 691/2) et de report (*bénéfice à reporter*, compte 14), et donc la distribution totale des bénéfices courants. En d'autres termes, il semble qu'au cours de ces quatre exercices, UCB SA ait privilégié la rémunération de ses actionnaires à la capitalisation ou à l'augmentation de ses réserves. Un choix étonnant, *a fortiori* en période de recul des bénéfices. À partir de 2020 toutefois l'entreprise recommence à comptabiliser des bénéfices reportés. Leur accélération dès 2021 résulte sans doute d'une adaptation stratégique durant la pandémie : la composition de réserve, dans une logique de prudence.

*

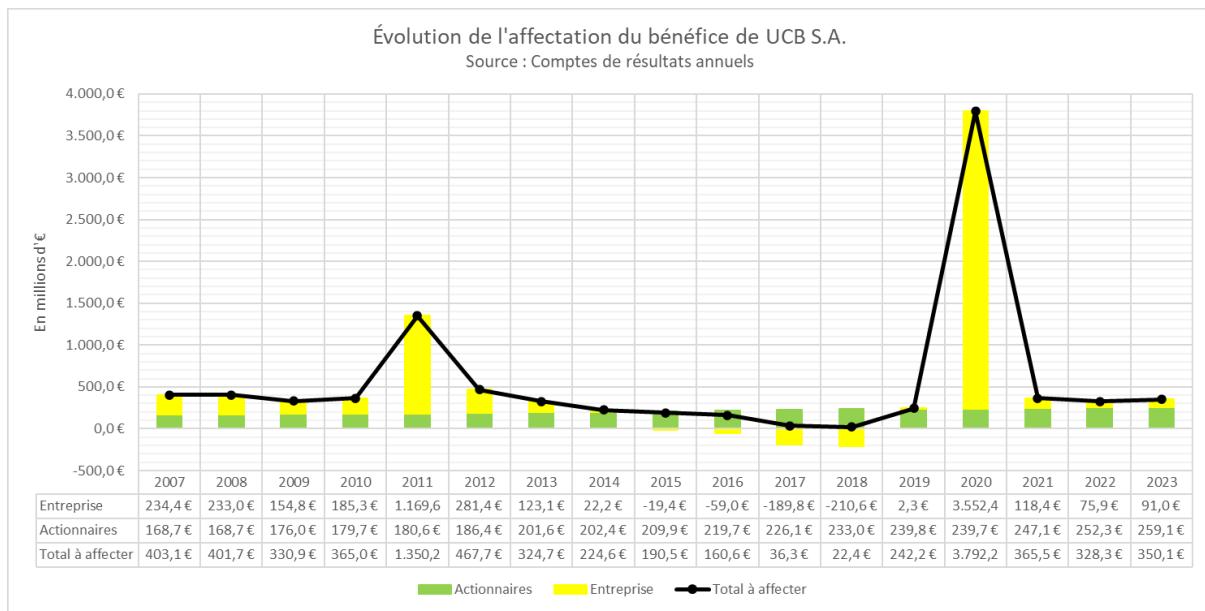
L'analyse de l'affectation du bénéfice (*cf. graphique U. 11*) confirme la tendance que nous venons d'esquisser : la politique de UCB SA en la matière est clairement à l'avantage des actionnaires (uniques bénéficiaires de la distribution). Après deux années de stabilité où le montant des dividendes se chiffre à 168,7 millions d'euros (représentant successivement 41,9 % et 42 % du bénéfice total à affecter), ce montant augmente dès 2009 et de façon continue jusqu'en 2023 où il atteint 259,1 millions d'euros¹³⁵ – soit une augmentation de 53,6 % en quinze ans, avec un taux de croissance annuel moyen (CAGR) de 2,91 %.¹³⁶

Graphique U. 11

¹³⁵ Notons toutefois l'exception de 2020, où les dividendes diminuent de près de 80 mille euros en un an. Une exception étonnante alors même que le bénéfice à affecter atteint un niveau record. Dans son RA, UCB élude le détail de cette diminution, mais explique le montant des dividendes en ces termes :

« Au 31 décembre 2020, 189 025 436 actions UCB donnent droit à un dividende, représentant un montant total à distribuer de € 240 millions [identique à 2019]. Ce montant peut fluctuer en fonction du nombre d'actions UCB détenues par UCB SA en date de l'approbation du dividende. » (UCB, *RA 2020*, « États financiers statutaires abrégés d'UCB SA », p. 274. [Nous précisons.])

¹³⁶ Concrètement, cela se traduit par un dividende brut par action en hausse constante, passant de 0,92 euro en 2007 et 2008 à 1,36 euro en 2023, avec un CAGR de 2,62 %.



À l'inverse, UCB SA réduit progressivement la part du bénéfice qu'elle se réverse – à la fois ce qu'elle affecte à ses capitaux propres (rubrique 691/2) et ce qu'elle reporte (compte 14) : de 234,4 (en 2007) à 91 millions d'euros (en 2023). Un recul opéré en plusieurs phases.

Entre 2007 et 2012, d'abord, la part totale de l'entreprise tend progressivement à la baisse – et ce, malgré le bénéfice exceptionnel de près de 1,17 milliard d'euros réservé en 2011 (sur 1,35 milliard à affecter). Durant cette phase, UCB SA conserve en moyenne 60,1 % du bénéfice. Une exception toutefois en 2009 où ce sont les actionnaires qui captent la plus grande part : 176 millions d'euros, soit 53,2 % du total à affecter.

Cette exception va devenir la norme à partir de 2013 où un changement de politique s'opère en matière de partage des profits. Désormais, priorité aux dividendes.

Une exception encore en 2020 où, comme en 2011, le bénéfice record à affecter (près de 3,8 milliards d'euros) est à 93,7 % conservé dans l'entreprise : 3,5 milliards d'euros affectés aux capitaux propres et 52,4 millions d'euros reportés. Une opportunité – quasi vitale – pour la société mère de renflouer ses caisses après quatre années de distribution disproportionnée.

Entre 2015 et 2018, en effet, UCB SA distribue plus de dividendes que de bénéfices réalisés – une situation d'autant plus aberrante que l'entreprise maintient sa politique de dividendes croissants. Pour ce faire, elle prélève sur ses capitaux propres (rubrique 791/2). Autrement dit, l'entreprise « s'appauvrit », en quelque sorte, pour mieux rémunérer ses actionnaires. Si en 2015, le prélèvement s'élève à 19,4 millions d'euros, il augmente de façon exponentielle les trois années suivantes alors même que le bénéfice chute considérablement.

Entre 2016 et 2019, le prélèvement sur les capitaux propres se chiffre ainsi successivement à 59, 189,8 et 210,6 millions d'euros. En quatre ans donc, non seulement UCB SA n'a conservé aucun bénéfice ; mais elle a, en plus, réduit ses capitaux de 478,8 millions d'euros au profit de ses actionnaires. Une tendance loin d'être rare dans l'univers des grands groupes, comme on peut le lire dans l'ouvrage publié par Attac et l'Observatoire des multinationales (2023) :

« La priorité accordée au versement de dividendes, que l'on constate au niveau du CAC40 dans son ensemble, se vérifie au niveau de chaque entreprise : dans beaucoup de cas, le dividende fixé augmente mécaniquement et comme inexorablement d'année en année, comme une machine bien huilée. Quels que soient les bénéfices effectivement réalisés, quelle que soit la situation économique générale, qu'il pleuve, qu'il vente ou qu'il y ait une pandémie, il y a une sorte de droit sacré des actionnaires non seulement à bénéficier d'un dividende, mais encore de bénéficier d'un dividende supérieur à celui de l'année précédente. » (*Super Profiteurs*, p. 30.)

Une réalité vivement critiquée par les auteurs·rices :

« À long terme, l'expansion infinie des versements aux actionnaires ne peut être que profondément délétère pour les entreprises elles-mêmes. Elle se fait [...] aux dépens des salaires, de l'emploi et de la contribution fiscale, mais aussi aux dépens de l'investissement – condition indispensable pour assurer la pérennité et la viabilité des entreprises à long terme [...] » (*Ibid.*, p. 37.)

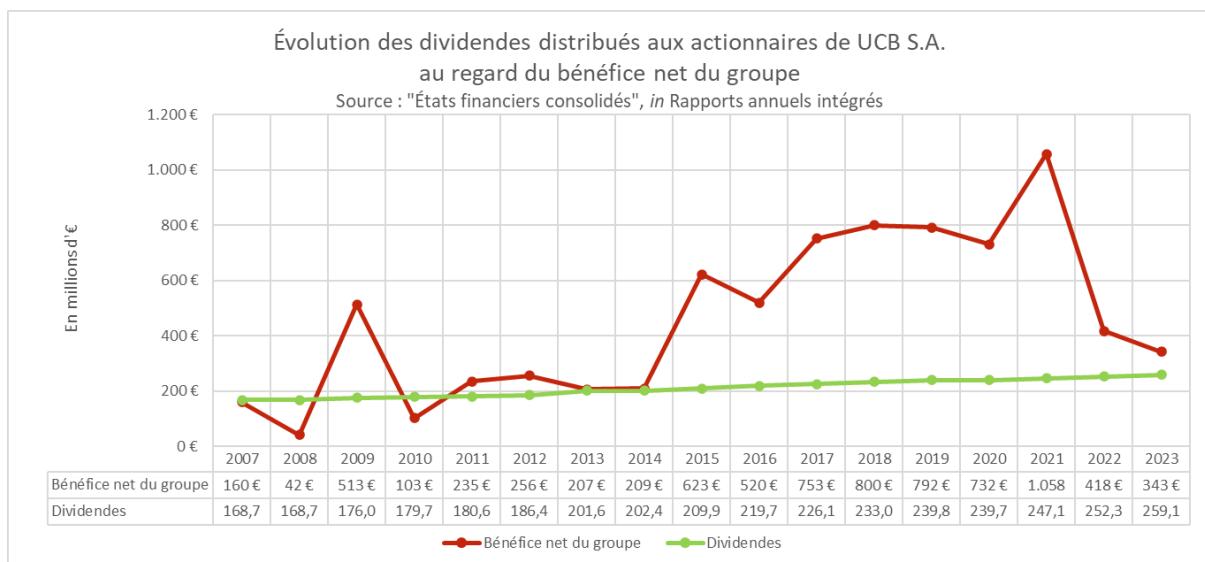
*

La politique de UCB SA en matière de distribution des dividendes est donc d'assurer aux actionnaires une rémunération annuelle croissante, indépendamment semble-t-il de la capacité de l'entreprise à générer pour elle-même des profits. Une réalité parfois problématique qu'il convient de nuancer au regard des bénéfices nets du groupe (*cf.* graphique U. f).

Précisons d'abord un point important : les dividendes versés aux actionnaires ne dépendent pas directement des bénéfices consolidés du groupe, mais reposent avant tout sur le résultat individuel (statutaire) de la société mère – résultat lui-même tributaire des dividendes issus des filiales.¹³⁷ Le résultat consolidé reflète néanmoins la capacité globale du groupe à générer des flux financiers intra-groupe, dont une partie peut remonter à la maison mère et soutenir ainsi (indirectement) sa politique de distribution.

Graphique U. f

¹³⁷ Conformément au CSA (art. 7:212), seuls les bénéfices distribuables figurant dans les comptes annuels peuvent être légalement affectés à une distribution, sous réserve du respect des tests de solvabilité et de liquidité.



L'évolution du bénéfice net (part du groupe) de UCB entre 2007 et 2023 dessine une courbe sinuuse mais globalement croissante, relativement proche de l'EBIT, et qui oscille entre 42 millions d'euros (2008) et plus de 1,05 milliard (2021). La chute importante de 2022 et 2023 est due essentiellement à la combinaison de deux facteurs. Un facteur opérationnel d'abord, la perte d'exclusivité sur la production et la commercialisation de Vimpat® et E Keppra®. Un facteur financier ensuite, l'augmentation des charges financières nettes due à la hausse des taux d'intérêt et des frais d'intérêt (avec la montée de la dette nette après l'acquisition de Zogenix).¹³⁸

Cette courbe de performance, bien que volatile, confère – en apparence du moins – une certaine légitimité à la politique de dividendes croissants menée par la maison mère. En dépit d'éléments non récurrents, de la volatilité des résultats financiers et de la conjoncture macroéconomique, la progression globale du bénéfice net consolidé (appuyée par la croissance d'indicateurs tels que la marge brute) atteste de la solidité opérationnelle du groupe. Or, cette solidité – même au niveau consolidé – contribue à légitimer aux yeux des investisseurs, mais aussi sans doute auprès du grand public, la pertinence et la soutenabilité de la stratégie de distribution adoptée par la maison mère.

C'est d'ailleurs bien cette perspective consolidée qui est mise en avant dans les publications de la multinationale (elle comme la plupart des grands groupes). Le montant du dividende – qu'il s'agisse du total distribué ou du montant par action – y est systématiquement présenté aux côtés des indicateurs clés de performance du groupe, dans le tableau synthétique d'ouverture des états financiers consolidés, voire même dès l'ouverture des rapports annuels.

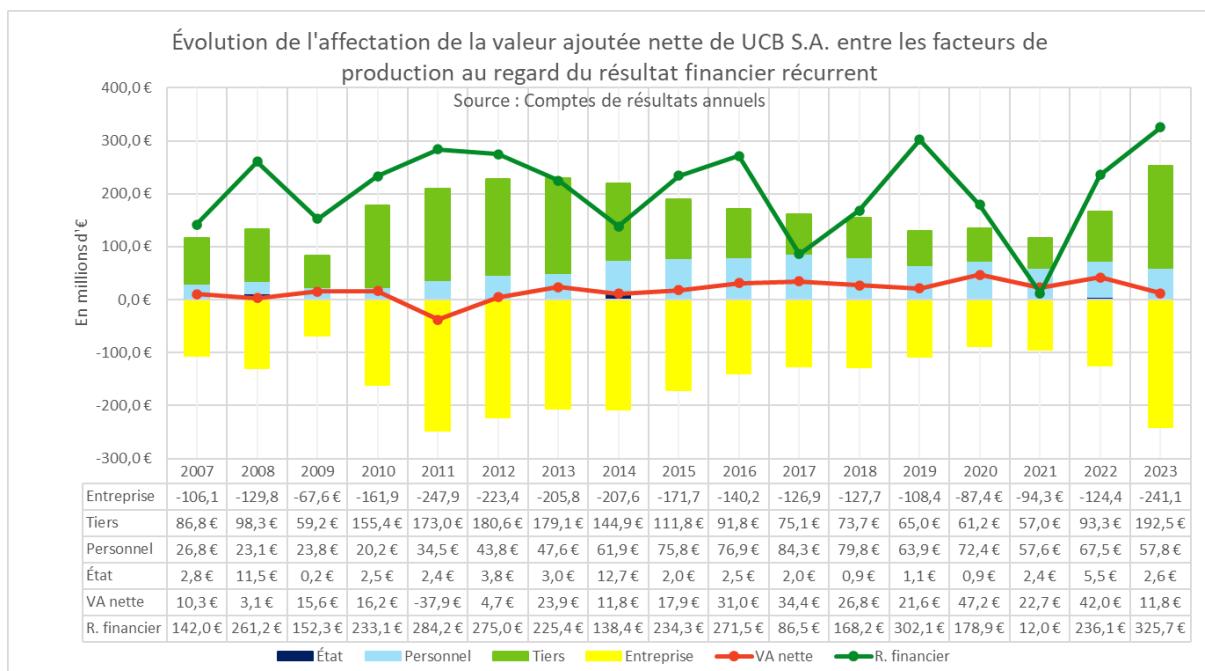
¹³⁸ UCB, RA 2022, « Résultat », p. 208. UCB, RA 2023, « Résultat », p. 56.

À l'inverse, les performances de la maison mère, pourtant seules juridiquement déterminantes pour calculer le dividende distribuable, ne figurent qu'en fin de rapport, dans les « États financiers statutaires abrégés », et font rarement l'objet d'une analyse approfondie. Cette présentation contribue à renforcer l'idée d'un lien direct entre la performance consolidée et le dividende versé – alors même que, conformément au CSA, seule la capacité distributive de la maison mère compte. Ce décalage, s'il ne remet pas nécessairement en cause la stratégie de distribution, interroge au moins la transparence de la communication financière de l'entreprise.

Conclusion

L'analyse de la répartition de la richesse chez UCB SA entre les différents facteurs de production s'avère non pertinente si elle se base sur la valeur ajoutée comme indicateur de référence. En tant que holding pure (Chéruy, 2008), l'entreprise ne produit rien ; elle ne réalise aucun chiffre d'affaires et enregistre un résultat d'exploitation (compte 9901) systématiquement négatif. Le calcul de la valeur ajoutée aboutit dès lors à un résultat insuffisant pour assurer la rémunération de l'ensemble des facteurs de production (*cf. graphique U. 12*) – ce qui implique, pour l'entreprise, la comptabilisation de pertes ajoutées (*Traité*, 2022, p. 118) afin de préserver l'équilibre comptable. Au regard du partage de la valeur ajoutée donc, UCB SA est totalement déficitaire, ce qui contredit absolument la rentabilité effective de ses activités.

Graphique U. 12



Le résultat financier récurrent – tantôt majoré, tantôt diminué par le résultat non récurrent et les ajustements fiscaux – permet généralement à l’entreprise (après couverture des charges de personnel, des intérêts, impôts, amortissements et autres) de dégager un certain bénéfice (compte 9905) pour elle-même et, surtout, pour ses actionnaires. La politique de la holding en matière de partage des bénéfices est en effet clairement à l’avantage des apporteurs de capitaux puisqu’elle leur assure un dividende régulier et croissant indépendamment de la capacité de l’entreprise à générer pour elle-même des profits. Et quand le bénéfice disponible pour affectation ne permet pas à UCB SA d’assurer un dividende croissant (comme entre 2013 et 2018, ainsi qu’en 2022), l’entreprise diminue drastiquement la part qu’elle se réserve (le bénéfice à reporter) ou prélève sur ses capitaux propres pour mieux rémunérer ses actionnaires.

Si ce privilège accordé aux actionnaires paraît commun (voire caractéristique) pour une holding, la progression du montant des dividendes soulève tout de même des questions comparée à l’évolution de la rémunération des autres facteurs de production, le personnel notamment.

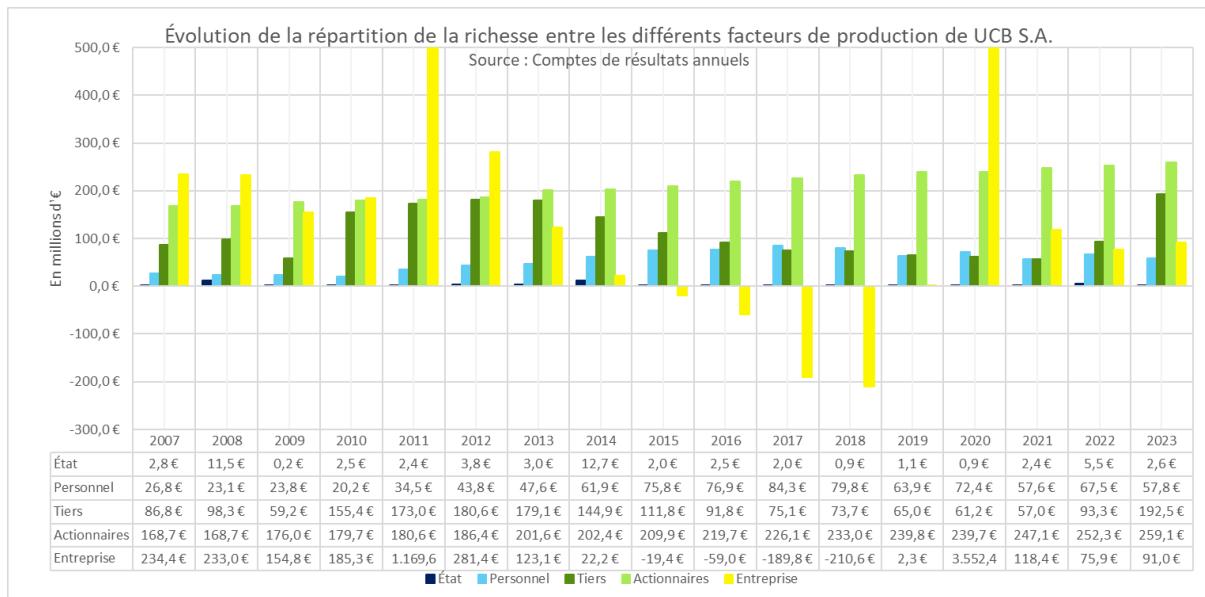
*

Les opérations de restructuration et les changements de stratégie RH menés depuis 2008 par la société mère ont certes entraîné une augmentation globale des effectifs (avec un lot annuel de nouvelles recrues), mais cette dynamique s’est opérée au prix d’un lot annuel de licenciements. Au total, entre 2007 et 2023, UCB SA a augmenté son effectif de 112 ETP et procédé au licenciement de 102 personnes (temps plein et temps partiel).¹³⁹ Entre 2011 et 2017, cette augmentation des effectifs s’est accompagnée d’une augmentation marquée des charges de personnel – suggérant une montée en gamme des profils recrutés, voire une hausse générale (en apparence, du moins) des salaires. À partir de 2018, par contre, ces charges diminuent de manière significative alors que le nombre de salarié·es continue d’augmenter.

L’évolution des frais de personnel de la société mère – *a fortiori* depuis 2018 – contraste avec la croissance continue et le montant significativement supérieur (de 2,7 à 8,9 fois selon les années) des dividendes versés (*cf.* graphique U. 13). Cette observation pourrait laisser supposer un désavantage pour le personnel : un recul des salaires au profit des actionnaires ou, du moins, une moindre valorisation du facteur travail par rapport au capital. Une telle interprétation serait toutefois trop hâtive et mériterait d’être nuancée, et ce pour plusieurs raisons.

¹³⁹ UCB SA, *Comptes annuels*, 2007-2023, « Bilan social », code 342 « Licenciement ».

Graphique U. 13



D'abord parce que, entre 2007 et 2023, les émoluments des employé·es et administrateur·rices fondés sur des actions (actions gratuites, stock-options, et autres instruments similaires) ont augmenté de façon considérable – la charge comptable associée étant passée de 10 à 104 millions d'euros.¹⁴⁰ Pour une entreprise, ce type de rémunération, s'il permet d'éviter une sortie immédiate de trésorerie, présente cet autre avantage d'aligner les intérêts des salarié·es avec ceux des actionnaires.

Ensuite parce que, au regard du ratio *effectif / charges salariales*, le coût annuel moyen par salari·e demeure élevé. En 2023, par exemple, ce coût s'élève à environ 309.091 euros. Nonobstant une baisse depuis 2007 (357.333 euros), ce montant reste nettement supérieur au coût moyen par salari·e du groupe, estimé quant à lui à 185.181 euros en 2023 (81.226 en 2007). Ces chiffres traduisent une structure salariale relativement importante au sein de la maison mère. Malgré que la composition exacte de l'effectif de UCB SA ne soit pas disponible, il semble que les salarié·es de la holding présentent des profils hautement qualifiés, occupant des postes à haute rémunération.

Enfin parce que les charges salariales de la société mère incluent l'intégralité de la rémunération des membres du CE (salaire de base, bonus, LTI et autres avantages compris). Cette rémunération s'élevait à environ 14,1 millions d'euros en 2008¹⁴¹ ; 32,7 millions en 2020.

¹⁴⁰ UCB, RA, 2007-2023, « Notes aux états financiers consolidés », note « Charges liées aux avantages du personnel », cellule « Charges des paiements fondés sur des actions pour salariés et administrateurs ».

¹⁴¹ En 2007, le montant global des incitants à long terme n'étant pas communiqué dans le RA, cela empêche le calcul de la rémunération totale des dirigeants cette année-là. Hors LTI, le montant s'élève à 12 millions d'euros.

Si, depuis lors, le total des émoluments des dirigeants a baissé (se chiffrant en 2023 à 18,9 millions d'euros)¹⁴², on peut difficilement l'expliquer par une dévalorisation de leur travail. Les composantes variables de la rémunération représentent d'ailleurs une fraction croissante du total, comme c'est le cas pour la plupart des dirigeants de grands groupes (*Super Profiteurs*, p. 35). Indexées sur les performances financières et boursières de l'entreprise, ces incitants ont pour objectif d'aligner les intérêts économiques des dirigeants sur ceux des actionnaires.

En définitive, l'écart entre les charges salariales et les dividendes versés (ainsi que leur vitesse de progression divergente) ne peut être interprété de manière simpliste comme une dévalorisation du travail au profit du capital. Le niveau élevé du coût moyen par salarié·e, ainsi que la concentration de profils hautement qualifiés au sein de la maison mère traduisent une politique de valorisation sélective (individualisée) du travail. L'intégration croissante de rémunérations indexées sur la performance financière (telles que les paiements en actions ou les bonus) reflète en outre une volonté d'aligner les intérêts de certain·es salariés sur ceux des actionnaires. Ces stratégies s'inscrivent dans la logique même de la holding – dont l'essence réside dans la création de valeur pour les apporteurs de capitaux. À cet égard, la priorité structurelle accordée aux dividendes ne pourrait être considérée comme une aberration.

Toutefois, l'alignement croissant des intérêts (individuels) du personnel sur ceux des actionnaires soulève un certain nombre d'enjeux sociaux et économiques. D'une part, il concentre les incitants financiers sur une minorité de salarié·es, accentuant ainsi les écarts de rémunération au sein de l'entreprise. D'autre part, il expose leurs revenus à la volatilité des marchés financiers. Il favorise, en outre, une logique à court-terme de maximisation des résultats distribuables au détriment parfois de l'investissement, de l'emploi, voire de la contribution fiscale de l'entreprise (*Super profiteurs*, p. 37). Enfin, comme le soulignent Attac et l'Observatoire des multinationales, cette figure du salarié-actionnaire – ou le slogan du « dividende salarié » – relèverait d'un « jeu de dupes » (*ibid.*, p. 36) destiné à désamorcer les revendications salariales et la remise en cause de la domination du capital.¹⁴³

¹⁴² À titre indicatif, en 2023, la rémunération totale du CEO était de 4,2 millions d'euros, celle des huit autres membres du CE s'élevait à 14,7 millions d'euros (ce qui représente une moyenne d'environ 1,84 million d'euros par dirigeant). En 2020, par contre, la rémunération record du CEO et des autres membres atteignait respectivement 6,8 et 25,9 millions d'euros (soit un coût moyen par dirigeant d'environ 3,24 millions).

¹⁴³ « Il s'agit en réalité de poursuivre et étendre une politique lancée par de Gaulle dans les années 1960, consistant à acheter la paix sociale en proposant aux salarié·es – ou du moins aux plus favorisé·es d'entre elles et eux – de devenir actionnaires de leur propre entreprise. L'idée est qu'en bénéficiant d'une fraction des dividendes versés chaque année par leur entreprise – même si ce ne seront jamais que quelques gouttelettes par rapport à ce qu'empoche Bernard Arnault ou BlackRock – ils et elles seront moins enclin·es à critiquer leur patron ou à

CONCLUSION

L'analyse a porté sur la valeur ajoutée de trois sociétés belges cotées en Bourse, sociétés mères de grands groupes industriels, et son affectation entre les facteurs de production. L'objectif était de mettre en perspective la répartition de cette richesse et le montant des profits annuels réalisés par les entreprises et leurs actionnaires. La démarche se voulait critique et rigoureuse : évaluer et interroger les profits en mobilisant les ressources de l'analyse financière. Peut-on, au regard de la rémunération des travailleur·ses, du coût de la dette et de la contribution fiscale des entreprises, qualifier les profits d'exorbitants ? Le partage est-il équitable ?

Pour ce faire, nous avons, dans un premier temps, calculé la valeur ajoutée et son affectation en suivant scrupuleusement la méthode de H. Ooghe, H. Vander Bauwheide et Ch. Van Wymeersch, dans leur *Traité d'analyse financière* (éditions 2006 et 2022). Nous avons ensuite déterminé le montant, l'origine et le partage des profits (mis en réserve ou distribués) en décortiquant les comptes sociaux des sociétés étudiées.

À partir de nos analyses, nous formulons les conclusions suivantes.

D'abord, d'un point de vue méthodologique, si la valeur ajoutée constitue un indicateur permettant de chiffrer la part de revenus affectés à chaque facteur de production, elle est toutefois insuffisante – voire inadéquate – pour comparer de manière juste et éclairante ces différentes parts car elle n'en donne pas une image complète. Non seulement, la valeur ajoutée ne permet pas de rendre compte de la masse des profits effectivement amassés par les entreprises et leurs actionnaires, mais en plus elle donne une image biaisée des charges fiscales. La valeur ajoutée ne comptabilise pas, en effet, les revenus issus des activités financières ni ceux issus d'événements exceptionnels, d'une part ; elle ne tient pas compte de l'ensemble des contributions fiscales de l'entreprise (précompte mobilier, TVA, cotisations sociales, *etc.*), d'autre part. L'indicateur ne dit rien non plus de tout un pan d'impôts sur le résultat versés, non pas directement par les sociétés mères, mais par leurs filiales – élément non négligeable pour les expert·es de la discipline. (« Non, Colruyt ne paie pas "seulement 0,27% d'impôts sur le bénéfice" comme l'affirme Raoul Hedebouw (PTB) », *RTBF Actus*, 15 janvier 2024.) Aussi, le travail met en évidence le risque de mal interpréter un chiffre, une valeur ou un indicateur s'il est pris isolément. Une conclusion confirmée par Ooghe (*et al.*) quand il souligne que « aucun

demandeur des augmentations de salaires. [...] Cela revient à vouloir faire entériner par les salarié·es le primat de la finance et des actionnaires. » (*Ibidem.*)

ratio ne peut être considéré isolément. Il s'agit toujours d'intégrer un ensemble de ratios, pour en extraire un diagnostic pertinent. » (*Traité*, 2022, p. 109.)

En termes de partage de la valeur ajoutée, toutefois, deux constats sont récurrents. Premièrement, les sociétés sont globalement (Colruyt SA) – voire totalement (Solvay SA et UCB SA) – déficitaires au regard du « bénéfice ajouté ». Un constat somme tout non pertinent au regard de leurs revenus financiers et exceptionnels. Deuxièmement – constat plus éclairant –, les sociétés « subissent » une pression fiscale modérée (Colruyt), très faible (UCB), voire nulle (Solvay). L'analyse a en effet mis en lumière les priviléges fiscaux des entreprises, leur permettant notamment de déduire et exonérer fiscalement tout un pan de leurs revenus (tels que les dividendes et plus-values). Des mécanismes d'optimisation prévus par la loi qui – conjugués à la baisse de l'ISOC. et à des mesures gouvernementales conjoncturelles d'allégements fiscaux – entraînent souvent, si non systématiquement, des écarts démesurés entre le montant des impôts sur le résultat et la masse colossale des bénéfices réalisés. Des mécanismes particulièrement favorables aux holdings dont l'essentiel des revenus provient de leurs participations – des revenus qui, pour une grande part, passent sous le régime des RDT.

Finalement, peut-on parler de profits exorbitants ?

Au regard du partage des profits, on observe chez Colruyt SA et Solvay SA la même politique : une priorité à l'enrichissement de l'entreprise, avec la mise en réserve de la majorité des bénéfices (plus encore chez Solvay que chez Colruyt) – notamment quand ils atteignent des niveaux exceptionnels. Une stratégie qui devrait *en théorie* favoriser l'investissement, et donc à terme l'ensemble des facteurs de production. En matière de dividendes, on observe chez Colruyt et Solvay une politique de distribution régulière et progressive, avec des revenus annuels croissants pour les actionnaires, mais sans pic exceptionnel. Chez UCB SA par contre, la priorité va aux actionnaires – lesquels sont assurés d'une rémunération annuelle et croissante, même en cas de pertes. Ainsi, entre 2015 et 2018, la société a distribué plus de dividendes qu'elle n'a réalisé de bénéfices. Pour ce faire, elle a puisé dans ses réserves de capitaux. Cette stratégie n'est en soi pas étonnante pour une holding – dont l'essence même réside dans la création de valeur pour les apporteurs de capitaux. Par ailleurs, au regard de l'évolution des dividendes – qui suit donc une pente croissante mais relativement lente, sans pic exceptionnel – on ne peut pas non plus parler de profits d'exorbitants.

En définitive, le problème n'est pas tant la question du montant des profits – et leur caractère potentiellement ou relativement exorbitant – que celle de la juste contribution des

entreprises aux finances publiques. *A priori*, on peut bien accepter l'idée de profits extrêmement hauts à partir du moment où les entreprises et leurs actionnaires se sont acquitté·es d'une « juste » part de contribution fiscale, c'est-à-dire équitable par rapport à celle des personnes. Or, on le répète, l'analyse a mis en lumière une pression fiscale très faible sur les sociétés étudiées, avec une politique fiscale clairement à leur avantage.

BIBLIOGRAPHIE

Publications des entreprises

COLRUYT

Comptes sociaux

Comptes sociaux 2007-2023 de ETN Franz Colruyt (numéro d'entreprise : BE 0400.378.485), déposés à la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique
<https://consult.cbsso.nbb.be/consult-enterprise>

Rapports annuels

Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2007-2008
https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/Colruyt_200708nl.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2008-2009
https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/Colruyt_200809nl.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2009-2010
https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/Colruyt_200910nl.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2010-2011
https://coworker.colruyтgroup.com/wps/wcm/connect/cg/ca873ad6-5175-4283-8c8e-52f713033962/jaarverslag_1011.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_NI0C1CS0O81620QKM9KAC02H94-ca873ad6-5175-4283-8c8e-52f713033962-mcA9.EQ				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2011-2012
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2011-12.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2012-2013
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2012-13.pdf				

Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2013-2014
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2013-14.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2014-2015
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2014-15.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2015-2016
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2015-16.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2016-2017
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2016-17.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2017-2018
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%2017-18.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2018-2019
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%202018-19%20inclusief%20rapport%20de%20durabilite%C3%A9.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2019-2020
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%202019-20%20inclusief%20rapport%20de%20durabilite%C3%A9.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2020-2021
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%202020-21%20inclusief%20rapport%20de%20durabilite%C3%A9.pdf				
Colruyt	Group,	<i>Rapport</i>	<i>annuel</i>	2021-2022
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/Rapport%20annuel%202021-22%20inclusief%20rapport%20de%20durabilite%C3%A9.pdf				

Colruyt Group, *Rapport annuel* 2022-2023
<https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/rapport-annuel-2022-2023-incluant-le-rapport-de-durabilite.pdf>

Colruyt Group, *Rapport annuel* 2023-2024
https://www.colruyтgroup.com/content/dam/colruyтgroup/investeren/jaarverslag-met-duurzaamheidsrapportering/pdf/fr/JV24_FR_ONLINE%20VERSIE_finaal.pdf

SOLVAY

Comptes sociaux

Comptes sociaux 2007-2023 de Solvay SA (numéro d'entreprise : BE 0403.091.220), déposés à la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique <https://consult.cbsc.nbb.be/consult-enterprise>

Rapports annuels

Solvay, *Rapport annuel 2007. Ready for tomorrow*
https://solutions.vwdservices.com/documents/CorporateCommunicationDocuments/B_806_JV_EN_2007.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2008* https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2018-10/Rapport%20annuel%202008_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2009. La force de changer*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2018-10/Rapport%20annuel%202009_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2010. Ouvrir de nouvelles frontières*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2018-10/Rapport%20annuel%202010_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2011. Plus loin. Plus proche. Ensemble.*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2018-10/Rapport%20annuel%202011_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2012. Asking more from chemistry*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2018-10/Rapport%20annuel%202012_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2013. Bâtir un nouveau modèle de chimie durable*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2018-10/Rapport%20annuel%202013_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2014. Engagés à bâtir un modèle de chimie durable*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2018-10/Rapport%20annuel%202014_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2015. Asking more*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2018-10/2015%20Annual%20Report_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel intégré 2016. More future*
<https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/tridion/documents/2016-annual-integrated-report-FR.pdf>

Solvay, *Rapport annuel intégré 2017. Transformation for growth*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2018-10/Rapport%20annuel%20int%C3%A9gr%C3%A9%202017_0_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel intégré 2018. Our energy your success*
<https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2019-04/Solvay%20Rapport%20Annuel%20Int%C3%A9gr%C3%A9%202018%20print.pdf>

Solvay, *Rapport annuel intégré 2019. Progress beyond*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd221/files/2020-03/fr_final_web_optimized.pdf

Solvay, *Rapport annuel 2020. Essential and Stronger*
<https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2021-06/Solvay%202020%20Rapport%20annuel.June%202021.pdf>

Solvay, *Rapport annuel intégré 2021. Reinventing*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpnd616/files/2022-04/Rapport%20Annuel%20Int%C3%A9gr%C3%A9%20Solvay%202021_0.pdf

Solvay, *Rapport annuel intégré 2022. For generations to come*
<https://www.solvay.com/sites/g/files/srpPEND616/files/2023-05/rapport-annuel%20int%C3%A9gr%C3%A9-solvay-2022.pdf>

Solvay, *Rapport annuel intégré 2023. Mastering the Essential*
https://www.solvay.com/sites/g/files/srpPEND616/files/2024-04/Solvay_Rapport%20Annuel%20Int%C3%A9gr%C3%A9-2023_0.pdf

UCB

Comptes sociaux

Comptes sociaux 2007-2023 de UCB SA (numéro d'entreprise : BE 0403.053.608), déposés à la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique <https://consult.cbsn.nbb.be/consult-enterprise>

Rapports annuels

UCB, *Rapport annuel 2007. Alexander sait que nous pouvons faire la différence.*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY07_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport Annuel 2008. Nos progrès, l'espoir de Raffaele*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY08_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2009. L'innovation au service des patients*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY09_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2010. L'ambition de devenir le leader biopharma centré sur le patient*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY10_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2011. UCB ambitionne de devenir le leader mondial de la biopharmacie centré sur le patient, afin de transformer le quotidien des personnes atteintes de maladies graves.* https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY11_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2012. Inspirés par les patients. Guidés par la science.*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY12_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2013. Inspirés par les patients. Guidés par la science.*
https://www.ucb.com/_up/ucb_com_ir/documents/2013_Annual_report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2014. Inspirés par les patients. Guidés par la science.*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY14_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2015. Inspirés par les patients. Guidés par la science.*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY15_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2016* https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY16_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel 2017* https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY17_Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2018* https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY18_Integrated-Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2019* https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY19_Integrated-Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2020. S'adapter pour mieux soigner*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY20_Integrated-Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2021. Innover ensemble pour une meilleure santé*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-08/FY21_Integrated-Annual-Report_FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2022. Ensemble faisons progresser les soins de demain*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2023-03/2022_Full-Year_Integrated_Annual_Report-FR.pdf

UCB, *Rapport annuel intégré 2023. Inspired by patients. Driven by science.*
https://www.ucb.com/sites/default/files/2024-03/2023_Full-Year_Integrated_Annual_Report-FR.pdf

Ouvrages

Attac, Observatoire des multinationales, *Super Profiteurs. Le petit livre noir du CAC 40*, Lonrai, Éditions Les Liens qui libèrent, 2023.

CERRADA, C., DE RONGÉ, Y., DE WOLF, M., GATZ, M., *Comptabilité et analyse des états financiers. Principes et applications*, Louvain-la-Neuve, De Boeck Supérieur, 2014.

CERRADA, C., DE RONGÉ, Y., DE WOLF, M., *Comptabilité et analyse des états financiers. Principes, applications et exercices*, 2^e édition, Louvain-la-Neuve, De Boeck Supérieur, 2016.

CHERUY, Ch., LAURENT, Ch., *Le régime fiscal des sociétés holdings en Belgique*, Bruxelles, Éditions Larcier, 2008.

LURKIN, P., DESCENDRE, N., LIEVENS, D., *États financiers. Analyse et interprétation*, Bruxelles, De Boeck, 1990.

MANDEVILLE, B., *La fable des abeilles. Les vices privés font les biens publics* (1714), trad. L. Carrive, Paris, Vrin (coll. « Bibliothèque des textes philosophiques »), 1974.

MODEN, J., SLOOVER, J., Le patronat belge. Discours et idéologie 1973-1980, Bruxelles, CRISP, 1980.

OOGHE, H., VAN WYMEERSCH, Ch., *Traité d'analyse financière*, t. 1, Anvers-Oxford, Intersentia, 2006.

OOGHE, H., VANDER BAUWHEDE, H., VAN WYMEERSCH, Ch., *Traité d'analyse financière. Comptes individuels et consolidés, droit des sociétés et IFRS*, t. 1, Limal, Anthemis, 2022.

SMETS, P.-F., *L'entreprise en question*, 2^e édition, Bruxelles, Goemaere, 1977.

SMITH, A., *Théorie des sentiments moraux* (1754), trad. M. Biziou *et al.*, Paris, PUF (coll. « Quadrige »), 2014.

SMITH, A., *Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776), éd. P. Taïeb, Paris, PUF (coll. « Pratiques théoriques »), 1995.

STOLOWY, H., DING, Y., LANGLOIS, G., *Comptabilité et analyse financière. Une perspective globale*, 4^e édition, Louvain-la-Neuve, De Boeck Supérieur, 2017.

VAN CAILLE, D., *Principes de comptabilité analytique et de comptabilité de gestion*, 1^{ère} édition, Liège, Les Éditions de l'Université de Liège, 2001.

Codes

Code des impôts sur les revenus 1992

Code des sociétés et des associations

Publications de la BCE

BCE, « La politique monétaire de la BCE pendant la crise financière », Intervention de Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne, Montréal, 6 juin 2011.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606_1.fr.html

BCE, « L'investissement des entreprises en 2012 : examen des données tirées des indicateurs à court terme et des enquêtes », *Bulletin mensuel*, juin 2012, Encadré 8, pp. 83-86.
https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bce_06_2012_internet.pdf

BCE, « Encadré 2 : Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas ? », *Rapport annuel 2015*.
https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2015.fr.html#IDofChapter2_1_4

BCE, « Inflation élevée dans un contexte d'incertitude croissante et de ralentissement de la croissance économique », *Rapport annuel 2022*. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.fr.html#toc3>

Publications de la BNB

BNB, « Aspects budgétaires et macroéconomiques de la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique », étude publiée sur le site de la BNB, 6 décembre 2017.
<https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/ds1711552fr.pdf>

DE KEYSER, T., LANGENUS, G., WALRAVENS, L., « The development of corporate profit margins and inflation », *NBB Economic Review 2023*, n°8, novembre 2023.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2023/ecorevi2023_h8.pdf

DE SLOOVER, F., BURGGRAEVE, K., DRESSE, L., « Les investissements des entreprises belges dans le contexte de la crise », *BNB Revue économique*, septembre 2012, pp. 31-47.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2012/revecoii2012_h2.pdf

VIVET, D., « Résultats et situation financière des entreprises en 2010 », *BNB Revue économique*, décembre 2011, pp. 77-113.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2011/revecoiii2011_h5.pdf

VIVET, D., « Résultats et situation financière des entreprises en 2011 », *BNB Revue économique*, décembre 2012, pp. 69-101.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2012/revecoiii2012_h4.pdf

Articles de presse

BUYTAERT, T., DEBACKERE, E., « Non, Colruyt ne paie pas "seulement 0,27% d'impôts sur le bénéfice" comme l'affirme Raoul Hedebouw (PTB) », *RTBF Actus*, 15 janvier 2024.
<https://www.rtbf.be/article/non-colruyt-ne-paie-pas-seulement-0-27-d-impots-sur-le-benefice-comme-laffirme-raoul-hedebouw-ptb-11313301>

SEPHIHA, M., SOURIS, S., « Solvay : bonus de 12 millions d'euros en vue pour Ilham Kadri », *L'Echo*, 07 novembre 2023. <https://www.lecho.be/entreprises/chimie/solvay-bonus-de-12-millions-d-euros-en-vue-pour-ilham-kadri/10504365.html>

VANDE WEYER, M., « Solvay restructure ses fonctions de support, 64 emplois belges supprimés », *L'Echo*, 13 janvier 2021. <https://www.lecho.be/entreprises/chimie/solvay-restructure-ses-fonctions-de-support-64-emplois-belges-supprimes/10276987.html>

VANDE WEYER, M., « Solvay a limité la casse en 2020 », *L'Echo*, 24 février 2021.
<https://www.lecho.be/entreprises/chimie/solvay-a-limite-la-casse-en-2020/10286768.html>

Article d'opinion

FGTB, « Solvay et les... 12 millions ! », du 6 décembre 2023.
<https://www.accg.be/fr/actualite/20231206-solvay-et-les-12-millions>

Sites internet

Commission des Normes comptables, *Avis 2018/14 – Impôts*, 30 mai 2018. <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/impots> (Consulté en août 2024.)

Publications du SPF Finances de 2020, 2021 et 2022 concernant la réglementation fiscale :

https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2020 ;

https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2021 ;

https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/reglementation/reglementation-2022 (Consultées en août 2024.)

Publication du SPF concernant l'investissement dans le secteur pharmaceutique belge :

https://business.belgium.be/fr/investir_en_belgique/secteurs_cles/pharmaceutique (Consultée en janvier 2025.)

Base de données

Bel-first