
PROPOS DE STRATEGIE

Pierre-Yves GAUTHIER Tél. : 01 44 51 82 94 - E-mail : pgauthier@oddo.fr
Jing Zhang Tél. : 01 44 51 83 78 - E-mail : jzhang@oddo.fr
Thierry ADRIEN Tél. : 01 44 51 86 25 - E-mail : tadrien@oddo.fr

mardi 19 septembre
2006

Risques Retraites & CAC 40 - Bilan 2005 : le poids d'EDF

- ▶ Le balayage des engagements de retraite des entreprises du CAC 40 à fin 2005 révèle une stabilisation du niveau des risques en dépit d'une plus grande rigueur dans l'évaluation de ces risques. L'arrivée d'EDF -et à un bien moindre degré celle de GDF- constitue un événement majeur tant par la taille des engagements (27% du CAC 40) que par la singularité des accords IEG, aussi innovants que non reproductibles par les 38 autres sociétés.
- ▶ Les entreprises du CAC 40 n'échappent pas aux problématiques de risques retraites car leurs filiales évoluent dans des géographies où les couvertures des engagements de retraite sont assurées par les employeurs. Les risques se mesurent en termes actuariels c'est-à-dire à partir de facteurs hors du contrôle des dirigeants
- ▶ Le cru 2005 des engagements de retraite met en évidence un effort de reconnaissance exigé par l'application des normes IFRS, d'information, d'explication (Areva, bien que hors champ de l'étude et Arcelor méritent des éloges). Si 7 entreprises ont opté pour une orthodoxie extrême quant aux traitements comptables¹, force est de constater que les conséquences du passage à l'IFRS sont finalement assez mal documentées. La lettre est respectée, l'esprit n'y est pas. C'est regrettable.
- ▶ Seul un groupe sur les 40, Carrefour, certes peu concerné, ne met pas à disposition assez d'informations pour permettre de projeter les risques. Les progrès sont considérables puisque les modélisations sont possibles sur 39 groupes, contre 34 en 2004. 26 en 2003 et 20 en 2002.
- ▶ Transparence et stabilisation des engagements ne veulent pas dire éradication du problème. Les déficits bruts pèsent toujours pour 9% des fonds propres 2006e et sont suspendus aux niveaux des taux 10 ans. L'inversion de la courbe US illustre s'il le fallait qu'il serait fallacieux de croire que la plus grosse incertitude sur le bilan des entreprises se règlera spontanément.
- ▶ Au sein du CAC 40, l'incertitude née des retraites croît année après année, amplifiée par les acquisitions de grande taille (Arcelor Mittal, Pernod Allied, Alcatel Lucent).

¹ Accor, CASA, Gaz de France, PPR, Schneider, Thomson, Veolia

En deux mots

Ce document sur les engagements de retraite en est à sa 5^{ème} livraison. Il pourrait laisser la toute petite communauté des "cognoscenti" hexagonaux. D'autres pourront suggérer que pratiquer l'évangélisation sur une matière aussi aride n'est pas un sujet de stratégie boursière. Les auteurs feront modestement observer que ce Frankenstein réglementaire et comptable est intimement lié à environ 15 000 Md\$ d'épargne planétaire. Environ, car personne ne sait mener un décompte rigoureux. Mais c'est considérable. Les actifs financiers de la planète pèsent "autour de" 100 000 Md\$, la partie actions est de l'ordre de 35 000 Md\$, la composante obligataire probablement inférieure à 20 000 Md\$. Surtout, cette épargne en vue de couvrir des engagements de retraite est mobile glissant d'une classe d'actifs à l'autre... et ne représente qu'une partie de ce que doivent mobiliser les entreprises (via leur propre épargne ou des polices d'assurances). L'interaction entre cette épargne et la sphère financière et boursière est totale. Avec très probablement une influence considérable sur la structure des taux d'intérêt... laquelle définit les risques retraites mesurés de façon actuarielle donc fonction des taux. Les retraites et leurs réglementations, par la pollution qu'elles engendrent dans le fonctionnement des marchés financiers, sont donc un sujet de stratégie de plein droit. Au risque d'un résumé provocateur, les retraites c'est 15 000 Md€ suspendus à une comptabilité incompréhensible au commun des mortels.

Ce document, comme les livraisons précédentes, s'apparente à une mise à plat de l'information disponible sur ce sujet au sein des valeurs du CAC 40, à l'issue de l'exercice 2005, accompagnée de nos projections au titre de 2006. La dynamique des engagements de retraite et celle des risques correspondants ne sont que partiellement développées dans ce document. Les mécanismes de comptabilisation de ces engagements et notre méthodologie pour les calculs de projection sont résumés en annexes. Le détail des calculs est disponible, pour les investisseurs institutionnels, sur le site Oddosecurities.com.

En rappel, les engagements de retraite abordés ici :

- ▶ correspondent à ceux qui sont qualifiés de prestations définies (*Defined benefits*), contrat dans lequel l'entreprise garantit à son salarié une retraite déterminée par son dernier salaire (en simplifiant beaucoup) ;
- ▶ s'apparentent à une dette hors bilan pour les entreprises qui, par contrat, doivent assurer la couverture retraite de leurs salariés ;
- ▶ sont variables d'un pays à l'autre, d'une filiale à l'autre, d'un métier à l'autre et généralement mal documentés ;
- ▶ s'apprécient techniquement comme un risque actuariel, couvert, selon les dispositions légales locales, par un fonds, une police d'assurance ou une provision ;
- ▶ **augmentent avec le recul des taux d'intérêt (actualisation) et la baisse des marchés financiers (diminution des couvertures), et inversement.**

Pour les lecteurs non avertis, la lecture des annexes est sans doute un préalable. Ces dernières précisent et commentent les mécanismes d'engagements de retraite et leur comptabilisation. Les lecteurs avertis pourront passer à l'analyse des chiffres 2005 page suivante.

I. Contexte du cru 2005 : IFRS en 1

2005 est le premier exercice d'application des normes IFRS. Les notes aux comptes de 2004 précisaient largement les impacts des nouvelles normes sur 2004, notamment en reconstruisant un pro forma 2003. Le publié 2005 (hors Pernod, dont le bouclage est à juin 2006) confirme que les engagements de retraite sont le principal poste d'ajustement des bilans. La bonne nouvelle est cependant que les surprises négatives sont inexistantes. Elles pouvaient découler de deux fronts : des conditions d'actualisation historiques un peu lâches ; un travail de reconnaissance plus exhaustif (effet périmètre). Si, sur l'effet reconnaissance il est impossible de porter un avis, sur les conditions d'actualisation, les entreprises ont fait un effort général... et presque contradictoire avec la remontée des taux.

Il n'y a donc pas de détérioration. Mais, le stock de problèmes reste conséquent à 63 Md€ Par ailleurs, il est intéressant de noter qu'en dépit de la faculté ouverte aux entreprises de diminuer leurs fonds propres à hauteur des écarts actuariels non reconnus à fin 2003, ceux-ci réapparaissent immédiatement avec le durcissement des termes actuariels de 2005. Ainsi, 5 ans après les premières alertes, les engagements de retraite restent le 1^{er} facteur d'incertitude, en valeur comme en interprétation, des entreprises cotées. Cette incertitude découle d'un risque incontrôlable par les managers² et d'un contrat trop favorable à certaines classes de salariés au détriment des actionnaires³ et des autres salariés. Elle affectera durablement les entreprises qui y sont exposées.

Nous abordons ici certains éléments économiques, financiers et démographiques qui inter-réagissent sur les engagements de retraite et participent à une durable pénalisation des entreprises. Si les exercices précédents étaient marqués par la baisse des taux longs et la mise en évidence corollaire des insuffisances de financement, le poids relatif de ce facteur décline. La surprise -négative- vient plutôt d'un encadrement règlementaire et comptable plus exigeant.

Quelques ordres de grandeur...

	Déficit 2005 global corporate	Déficits principal indice	En % de la capitalisa- tion	Déficit secteur public
États-Unis	450 Md\$	S&P 500 : 140 Md\$	12%	4 786 Md\$ ⁴
Royaume-Uni	250-350 Md£ ⁵	FTSE 100 : 192 Md£ ⁶	26%	530 Md£ ⁷
France	nd	CAC 40 : 62.7 Md€	9%	nd

² Point développé page 67

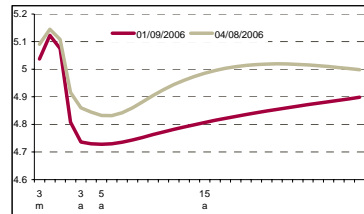
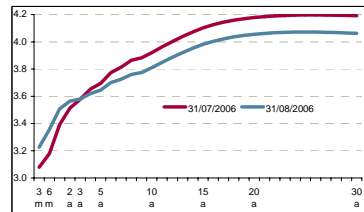
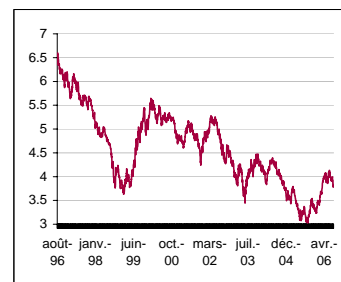
³ Point développé page 67

⁴ Selon l'estimation de Standard & Poors en juin 2006, les pensions des États sont sous financées à 286 Md\$, et les régimes fédéraux concernant les fonctionnaires et militaires sont sous financés de 4 500 Md\$...

⁵ Extrapolation par le régulateur sur les entreprises de FTSE 350 selon la méthode "buy-out cost". Le déficit global estimé est de 50-100 Md£ selon les normes comptables FRS17.

⁶ Estimation de Watson Wyatt au 1^{er} septembre 2006 sur la situation de fin juin 2005, selon la méthode "buy-out cost". L'estimation du déficit selon les normes FRS 17 est de 56.7 Md£.

⁷ Ce chiffre correspond à la dernière communication du Trésor Britannique en mars 2005. L'estimation de Watson Wyatt en 2006 est de 960 Md£.

COURBE DES TAUX AMERICAINS

COURBE DES TAUX ZONE EURO

OBLIGATION ALLEMANDES 10 ANS

OBLIGATION US 10 ANS


Les taux remontent... mais pas les taux d'actualisation

La baisse des taux longs augmente la valeur actuarielle des engagements en faveur des (futurs) retraités et donc les risques pour les actionnaires de devoir abonder les déficits. Les sociétés sont de plus en plus prudentes puisqu'elles révisent en baisse leur taux d'actualisation en 2005, après 2004, 2003 et 2002. Le décalage entre les taux 10 ans et les taux d'actualisation retenus s'est réduit en raison de la remontée des taux longs, sous la pression de la Fed, puis de la BCE. Mais aussi parce que les entreprises (pour être plus précis leurs actuaires) semblent plus réalistes sur la réalité des conditions d'actualisation à 10 ans. Ces dernières ont donc été durcies (détail en section IV, page 12).

Les courbes des taux ne facilitent pas le travail des actuaires cependant. Si les taux Euro n'offrent qu'un spread minimal entre court et long, la déformation de la courbe US est assez troublante, son inversion se creusant récemment, et la courbe anglaise par sa nette inversion illustre fort bien et à sa façon les impacts macroéconomiques des engagements de retraite. En effet, dans ce dernier pays, la demande d'échéances longues en couverture de ces risques a asséché le marché et poussé le prix des échéances lointaines et rares à des niveaux ridiculement élevés. Les risques retraites sont ainsi fonction des taux mais en arrivent à déformer le rapport entre coût de l'argent et temps. Le problème est rendu aigu par les nouvelles réglementations (cf. travaux de Oddo Securities "Retraites et Obligations, impossible équation de 2 000 Md\$" publié en février 2006).

Taux d'actualisation retenus par les sociétés du CAC 40 en 2005

	Fourchettes observées	Taux 10 ans spot 09/2006
États-Unis	5.25%-5.75%	4.76%
Royaume-Uni	4.70%-5.30%	4.97%
Zone Euro	2.25%-5.35%	3.81%

Les autres aspects des engagements de retraite (durée de vie, structure des portefeuilles, typologie des entreprises) n'ont guère évolué en 12 mois. Le principal élément nouveau est le durcissement de la réglementation dans les principaux pays concernés par ces risques retraites.

Durcissement du cadre réglementaire

Les gouvernements et régulateurs se sont réveillés tard sur le financement insuffisant des fonds de pension. Avec, pour conséquences, de sur réagir et d'agir à contre temps. Fin 2005, les autorités anglaises, américaines et hollandaises en arrivent à la conclusion au vu des déficits des années précédentes qu'un peu plus de discipline tant sur l'appréciation des risques que sur les outils comptables était une urgente nécessité. Moins de risques, plus de couverture, plus de rigueur débouchent sur une unique stratégie car la seule applicable immédiatement : augmenter la part des obligations dans les portefeuilles en représentation des engagements. Le *timing* est malheureux puisque les obligations sont très chères mais il en va ainsi des réglementations : leur calendrier est rarement en phase avec l'optimum économique. Le mouvement d'investissement en faveur des obligations est ample et durable au point, selon nous, de déformer le marché obligataire. On retrouve ici l'une de ces circularités paradoxales qui se forment autour des engagements de retraite. La volonté nouvelle de mieux équilibrer actifs et passifs participe à la pression baissière sur les taux longs, laquelle détériore davantage les passifs (calcul actuariel).

Les vies s'allongent...

Les progrès en matière de santé ont été sous-estimés avec pour constat l'inadéquation des tables de mortalité. Les mises à jour sont d'autant plus douloureuses et politiquement chargées qu'elles s'imposent à tous les acteurs : entreprises, mais aussi États, institutions sociales et particuliers. Chacun doit épargner plus et plus longtemps. Pour la strate des retraites couvertes par les entreprises, l'allongement des durées de vie ne fait qu'amplifier la lourdeur des obligations ramenées à aujourd'hui. Après l'effet volume (nombre de salariés), l'effet prix (les taux d'actualisation), on découvre qu'il y a un effet mix (la durée de vie)...

Négociations, faute d'extinction ou d'externalisation...

Nous avons abordé l'année dernière les difficultés rencontrées par les entreprises qui souhaitaient externaliser, moyennant prime(s), leurs risques retraites. Les normes IFRS privilégiant la substance économique sur la forme ont mis en évidence que les initiatives en matière d'externalisation relevaient de l'acte de gestion et pratiquement jamais du transfert du risque. Ainsi, ont été requalifiés des contrats passés avec les assureurs et réintégrés les risques dans les bilans de l'émetteur. Quelques explications à la réticence des assureurs à assumer ces risques : les assureurs ont appris à compter et les règles IFRS ont durci les conditions d'emploi de leur propre capital ; les échéances très longues (20-30 ans) inquiètent, car il est très difficile d'utiliser les marchés financiers pour se protéger sur de telles durées ; les assureurs sont bien placés pour savoir que les tables de mortalité doivent être revues régulièrement ; la volatilité s'est effondrée rendant onéreuses les stratégies optionnelles de type partage de la surperformance future contre couverture immédiate à la baisse ; le travail d'investigation sur l'étendue des risques retraites de tel ou tel grand corporate est en fait extrêmement long et coûteux en raison de la multiplicité des plans (autant, voire parfois plus, que de structures juridiques). Or, tant que cet inventaire reste imprécis, aucun assureur ne peut s'engager ; enfin, les sociétés les plus concernées affichent des déficits bruts tels par rapport à leur situation nette qu'une mise à zéro est de toute façon impensable en termes d'impact sur les ratios bilantaires et ne se justifie pas tant que le cours de Bourse n'en souffre pas.

Nous notons cependant dans les notes aux comptes que les entreprises les plus proactives en matière d'identification des risques retraites obtiennent des résultats qui relèvent de la négociation. C'est une excellente nouvelle. Certes, ces négociations sont parfois facilitées par des contextes exceptionnellement difficiles (secteur auto américain par exemple avec des répercussions sur les filiales américaines des sociétés françaises) qui encouragent les parties à se mettre autour d'une table. Néanmoins, un travail de fond semble avoir été engagé peut-être parce qu'un certain nombre de directions financières ont réalisé qu'une approche strictement financière, notamment par l'ALM, était en définitive difficile à mettre en œuvre sans un coût immédiat considérable. Par ailleurs, une approche ALM sophistiquée ne peut anticiper les conséquences d'une déformation des données actuarielles et peut s'avérer vaine. Les initiatives sur l'ALM ne sont pas contradictoires avec des efforts de négociation : d'une part, parce que ces initiatives passent par un indispensable travail d'inventaire, d'autres part, parce qu'une approche ALM passe par une coordination de la gestion des plans qui ne peut avoir lieu qu'avec l'assentiment des représentants des ayants droit. Il faut donc bien commencer par se mettre autour d'une table.

... Les enseignements de GM

GM étouffe sous ses engagements de retraite et de soins. Ses initiatives sur ce thème sont autant d'indications sur la démarche que pourraient adopter les entreprises appartenant aux "vieilles" industries" (Automobile, Défense, Métallurgie, Chimie, Matériaux de construction, Équipements lourds, etc...) notoirement exposées aux promesses faites en termes de retraite.

Les premiers créanciers de GM, et de très loin, sont ses retraités, actuels et futurs. Les montants en jeu dépassent l'imagination : des engagements de 109 Md\$ (uniquement pour les pensions), un déficit de 4.6 Md\$ à comparer à une capitalisation boursière de 17 Md\$. L'énormité des engagements est probablement la première raison pour laquelle les diverses parties ne sont pas soucieuses de mettre GM en Chapter 11. Le dispositif américain de réassurance (le PBGC) est moribond et ne pourrait prendre en charge de telles obligations comme c'est la règle Chapter 11 ; les salariés savent qu'il faudra alors remettre à plat les avantages, les prêteurs ordinaires n'ont rien à gagner si le Chapter 11 se traduit par un moratoire sur des intérêts qui sont aujourd'hui servis et s'il existe un risque de liquidation. Aussi, GM est-il devenu un laboratoire "in vivo" des techniques de réduction du risque actuariel. Fin 2003, le groupe a commencé par emprunter pour alimenter les plans insuffisamment financés. Ces contributions considérables (injections de 19 Md\$ dans les fonds !) ont éteint une partie des risques actuariels accumulés, mais le prix à payer a bien été de transformer une dette actuarielle théorique (une provision non cash) en une dette bien réelle. Depuis, les risques actuariels sont moins de retraites que de soins. La seconde étape est en cours : la confrontation -négociation avec les salariés les plus protégés (UAW) pour les inciter au départ moyennant de solides compensations. Là aussi, il y a transformation d'un risque probable en un décaissement bien réel. Les salariés privilégiés exercent de fait un *call* prioritaire sur les actifs. La substance du groupe s'étirole vite. Mais, est-ce une mauvaise stratégie ? Pas nécessairement, si la négociation a été menée de façon telle que les salariés partant n'emportent pas la contre-valeur de leurs droits actuariels. Par ailleurs, le groupe aura tiré un trait sur un sujet qui, année après année, promettait de le miner (durcissement de la réglementation sur les déficits) au point d'interdire une stratégie industrielle de long terme. Quels sont les enseignements (si GM survit à ce traitement de cheval) ? Le premier est qu'attendre ne dilue pas les problèmes, le second est qu'une remise à flot des fonds sous la pression réglementaire est une catastrophe économique, le troisième est que, face à un risque fondé sur des facteurs hors de contrôle du management (taux d'intérêt, inflation), il revient à ce dernier de reprendre la main en engageant des négociations plutôt tôt que tard.

Risques retraites ou risques stock options ?

Les risques retraites sont désormais mieux documentés, donc sensiblement mieux cernés. Ce sont des risques de type actuariel qui n'entraînent pas un décaissement immédiat. L'outil comptable se complexifie pour évaluer un risque futur et en cerner la valeur aujourd'hui. La modernisation de la pensée comptable notamment du fait de l'IFRS sur la nécessité d'appréhender dans les comptes des engagements dont la valeur est incertaine se retrouve sur une autre forme de rémunération à valorisation actuarielle : les stock options. Il y a moins de 18 mois, des voix nombreuses s'élevaient aux États-Unis pour dénoncer l'obligation faite par le FASB de valoriser et de passer dans les comptes la valeur des options accordées aux salariés. Les dispositions similaires appliquées

en Europe dans les normes IFRS étaient raillées de l'autre côté de l'Atlantique. Alors que se multiplient depuis le printemps 2006, les enquêtes et les procès sur l'utilisation aux États-Unis de date de convenance pour l'attribution des options, les ajustements sur les comptes des sociétés concernées portent sur des montants stupéfiants (plus de 100 sociétés selon le Wall Street Journal dont le site Internet tient un inventaire). Ainsi, alors qu'il était convenu de penser que les vieilles industries avaient un handicap structurel face aux métiers de services, et notamment de service IT, force est de constater que ces dernières n'ont pas su mieux défendre les intérêts de leurs actionnaires quand il ne s'agit pas de vol pur et simple.

II. Identification des risques relatifs aux engagements de retraite

Les risques afférents aux engagements de retraite, forts complexes dans leur traitement comptable (explications Annexe I), peuvent cependant être identifiés par le croisement de deux critères simples : la localisation des salariés et l'ancienneté de l'industrie.

Salarié, où es-tu ?

Les choses empirent. C'est la troisième fois que nous recourons à l'artifice de l'encadré pour dénoncer une honte : la dégradation de l'information sur les effectifs. Combien sont-ils ? Où ? Quelle proportion d'employés, d'ouvriers, de cadres ? Quels sont les salaires ? Les charges sociales ? Les entreprises consacrent beaucoup d'énergie à vanter leurs initiatives en matière de comportement responsable mais communiquent mal en termes consolidés sur leur première ressource, les hommes, ou peut-être ne savent-elles pas où sont leurs salariés ? Car il ne faut pas exclure que derrière les agrégats du type "Rest of the World, RoW" se cache en fait une grande misère en termes d'outils de gestion des hommes. Il en va ainsi de la globalisation : un industriel pourra identifier à des milliers de km un produit déficient parmi des millions mais semble mal outillé pour savoir où sont ses salariés et quelles sont les promesses qui leur sont faites. Curieuse hiérarchisation des risques.

Exposition géographique aux États-Unis, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne

Société	Exposition UK, US, Pays -Bas	Exposition Allemagne	Société	Exposition UK, US, Pays -Bas	Exposition Allemagne
Accor	14%	N.A.	Lafarge	21%	N.A.
AGF	N.A.	N.A.	Lagardère	N.A.	N.A.
Air Liquide	21%	N.A.	LVMH	21%	N.A.
Alcatel	16%	9%	Michelin	20%	N.A.
Alstom	N.A.	N.A.	Pernod Ricard	10%	N.A.
Arcelor	1%	10%	Peugeot PSA	3%	N.A.
AXA	27%	9%	PPR	7%	N.A.
BNP-Paribas	14%	N.A.	Publicis	31%	N.A.
Bouygues	4%	N.A.	Renault	N.A.	N.A.
Capgemini	39%	3%	Saint-Gobain	24%	6%
Carrefour	N.A.	N.A.	Sanofi-aventis	17%	10%
Credit Agricole	2%	N.A.	Schneider Electric	24%	N.A.
Danone	N.A.	N.A.	Société Générale	3%	N.A.
Dexia	5%	N.A.	STMicroelectronics	6%	N.A.
EADS	15%	37%	Suez	3%	5%
EDF	10%	5%	Thomson	18%	N.A.
Essilor	35%	N.A.	Total	N.A.	N.A.
France Télécom	N.A.	N.A.	Veolia Environnement	10%	N.A.
Gaz de France	3%	3%	Vinci	15%	7%
L'Oréal	18%	N.A.	Vivendi	12%	N.A.

N.B. : Ces données sont instables et doivent être utilisées avec prudence.

1. L'engagement de retraite est un contrat en faveur des salariés pris par une entité juridique **locale** dans un cadre social **local**. La géographie des salariés importe plus que tout autre critère du point de vue de l'investisseur qui est, de toute façon, confronté à une information très parcellaire.

- ▶ Dans les grandes lignes, si ces salariés sont au Royaume-Uni ou aux États-Unis, les engagements sont substantiels, comptablement bien encadrés, et surtout, seuls les trustees décident, pouvant potentiellement alourdir les risques pour les actionnaires.
 - ▶ Le schéma n'est pas très différent en Allemagne et en Hollande, mais la capacité d'intervention des dirigeants est nettement plus forte que dans les deux premiers pays. Le risque est moindre.
 - ▶ Enfin, les pays à fort coefficient de répartition, comme la France, reportent par nature le problème sur la collectivité des salariés. Par cette mutualisation dans l'espace et dans le temps, le risque disparaît pour les entreprises, pas pour le contribuable ou futur retraité.
2. S'agit-il d'une industrie "ancienne" comme la Sidérurgie ou l'Automobile, industries pour lesquelles les progrès de productivité ont pu être considérables au cours des 50 dernières années ? Dans ces industries, la proportion de retraités sur salariés actifs est très défavorable mais, surtout, l'essentiel des contrats de travail intègre des dispositions de type prestations garanties : l'entreprise s'engage alors sur un niveau de retraite et de protection sociale quel que soit le contexte.

La combinaison des deux facteurs (géographie et métier) est un cocktail redoutable en termes de risques actuariels. À l'inverse, les entreprises récentes et/ou opérant dans les Services sont en principe moins exposées. Elles ont su inventer leurs propres turpitudes cependant (cf. point sur les stock options page 6).

III. L'impact salubre des IFRS sur les engagements de retraite

Les normes IFRS ont des qualités. Nous faisons nôtres les réflexions développées par MM Pigé et Paper⁸ sur la cohérence entre gouvernance et normes IFRS. Les normes IFRS ont un immense atout : outre la plus grande transparence qu'elles imposent, elles confèrent une obligation fiduciaire aux dirigeants d'informer les actionnaires sur la réalité des risques, présents et futurs par opposition à une simple déclaration figée sur l'état du patrimoine des actionnaires au 31/12. La déconnection entre les outils de gestion au quotidien et le formalisme du reporting comptable, parfois suivant des agrégats juridiques sans aucun rapport avec la réalité opérationnelle, est bannie. Il n'est pas certain que tous les dirigeants aient pris la mesure de l'obligation de sincérité économique qui leur est faite. Mais, les résultats en termes de mise à plat des engagements de retraite sont clairs : en 2003, 26 sociétés sur 40 balbutiaient sur le sujet. En 2005, toutes semblent connaître leurs risques même si le degré de clarté des explications est variable.

Que retenir du 1^{er} round de publication sous IFRS ?

▪ La saga des écarts actuariels

Les écarts actuariels se produisent en raison des différences liées aux changements d'hypothèses actuarielles (départs anticipés, taux d'actualisation, etc ...) qui sous-tendent les calculs. La convention est que les effets parfois considérables des changements d'hypothèses n'ont pas de raison d'impacter les résultats de l'année car il n'y a pas de conséquence cash. Une partie de cet écart est donc "non reconnue" et amortie sur plusieurs exercices. Le problème réside dans l'accumulation parfois spectaculaire de ces strates au point de créer un vrai risque comptable. Ce sujet est développé page 18 et en annexe page 65.

IFRS 1, qui prévoit les modalités de transition des référentiels comptables locaux vers IFRS, a ouvert l'option aux entreprises de mettre à zéro les écarts actuariels cumulés jusqu'au 1^{er} janvier 2004, par diminution des capitaux propres en contrepartie. Cela veut dire que l'entreprise pouvait imputer sur ses fonds propres les déficits cumulés qui n'ont pas encore été identifiés par les provisions au bilan. À l'issue de cette mise à zéro, l'entreprise n'aura plus à amortir le stock de ces écarts actuariels "historiques". Les charges de retraite sont par ailleurs allégées, avec un impact positif sur le résultat net.

En fait, la norme IAS 19 révisée à fin 2004 a réouvert cette option aux entreprises pour les exercices 2005 et au-delà.

Option de "riche" (car nécessitant un bilan confortable en termes de ratio d'endettement), elle permet de limiter la volatilité future du résultat net liée aux engagements insuffisamment couverts.

Parmi les sociétés du CAC 40 qui ont communiqué l'impact de la transition aux IFRS sur les comptes 2004, plus de 90% ont retenu cette option de reconnaissance des écarts actuariels. Cette option constitue, et de très loin, le principal ajustement sur les capitaux propres à la transition. En 2005, seulement 7 sociétés ont choisi l'option de reconnaissance totale des écarts actuariels au bilan : **Accor, Crédit Agricole, Gaz de France, PPR, Schneider, Thomson, Veolia** (cf. la section "Et les écart actuariels..." page 18).

⁸ "Reporting Financier et Gouvernance des Entreprises: le Sens des IFRS", Édition EMS

Le tableau en fin de section met en évidence le provisionnement accru compte tenu de la reconnaissance du stock de pertes actuarielles non reconnues. Ce provisionnement accru se fait au détriment des fonds propres (environ 10 Md€ au sein du CAC 40, non visible dans les comptes 2004 qui restent en French GAAP, mais affichés à partir des semestriels 2005 en IFRS). La correction de 10 Md€ représente environ 2.5% des fonds propres du CAC 40. Toutes les sociétés ne sont pas logées à la même enseigne (cf. infra). Hors Banques, la correction moyenne est plus proche des 3%.

On notera, en termes agrégés, une plus grande orthodoxie. Les déficits, "sur couverts" par le mécanisme des pertes actuarielles non reconnues, en complément des provisions, donnaient occasionnellement naissance, en net, à un actif. Cette originalité comptable disparaît en 2005.

Il ne faut pas perdre de vue que le nettoyage des problèmes "historiques" ne règle en rien les variations futures. Si des hypothèses actuarielles changent selon l'évolution des situations économiques et démographiques, alors apparaissent de nouveaux écarts actuariels. Et ceci implique toujours un risque éventuel de dégradation du compte de résultats (dans le cas de l'amortissement des écarts actuariels), ou de diminution des fonds propres (dans le cas de la reconnaissance des écarts en totalité à la fin de chaque exercice).

Une rigueur accrue

Les intentions des entreprises sur le passage aux normes IFRS avaient donc largement été exposées dans les annexes aux comptes 2004. Le travail de reconnaissance des risques retraites avait ainsi commencé. Un an plus tard (livraison des comptes 2005), il n'y a guère de surprise et une impression générale de rigueur renforcée.

Nombre de sociétés ont mené un inventaire plus minutieux de leurs engagements de retraite à la veille de la transition aux IFRS. Certaines ont trouvé qu'une partie de leurs régimes antérieurement non reconnus comme engagements à prestations définies -les seuls qui emportent un engagement donc un risque- sont désormais à intégrer parmi ces derniers, sous les critères plus stricts en IAS 19. Un exemple en est la réintégration des risques nominale ment couverts par une assurance quand il apparaît que cette dernière laisse des risques "résiduels" au sein de l'entreprise.

Le tableau suivant offre une vision synthétique de la situation des engagements de retraite des entreprises du CAC 40. L'intégration d'EDF dans l'indice modifie très sensiblement à la hausse les masses globales. Les déficits bruts d'EDF pèsent en effet 17 Md€ sur un total CAC40 de 63 Md€. La progression de près de 10 Md€ du déficit global à périmètre inchangé du CAC est due à 50% à EDF. Le sujet EDF justifie ainsi un développement en annexe III.

Indépendamment des aspects composition de l'indice, les risques semblent en 2005 mieux couverts : le stock de provisions progresse et le recours aux écarts actuariels non reconnus en 2004 et 2005 reste raisonnable, notamment au regard du durcissement des termes des calculs actuariels.

CAC 40 & Retraites : davantage de provisions et effet périmètre

En Md€	2002	2003	2004	2004 pro forma 2005	2005	2006e
Nb de sociétés	20	26	34	39	39	39
Déficits bruts (a)	26	32.6	38	53.1	62.7	57.8
Pertes act. non reconnues (b)	13.4	13.4	14.8	3.7	10.2	7.3
Provisions (c)	14.7	22	25	51	55	50.6
a-b-c	-2.1	-2.8	-1.8	-1.6	-2.5	-0.1

Note importante : les données ne doivent pas être comparées en variation d'une année sur l'autre car la composition du CAC 40 change et toutes les sociétés ne donnaient pas le même niveau d'informations sur les exercices pre 2004. En 2005, l'arrivée d'EDF dans l'indice change les ordres de grandeur.

IV. Évaluation des engagements de retraite à prestations définies à fin 2005

En rappel important, les développements qui suivent portent exclusivement sur les engagements de retraite à prestations définies. Ce sont les seuls engagements qui emportent un risque pour l'entreprise et donc pour ses actionnaires. Les retraites à cotisations définies ne sont pas des promesses et donc ne présentent pas la nature d'une obligation. Comme dans nos travaux antérieurs, nous excluons les engagements de soins qui sont en valeur pourtant, souvent du même ordre de grandeur que les retraites. Cette exclusion favorise la cohérence des comparaisons mais fragilise la lecture économique des risques. Les engagements de soins sont lourds en valeur actuarielle comme en ponction sur la richesse immédiate des sociétés.

1. Hypothèses actuarielles utilisées en 2005 et estimées pour 2006

► Observations sur les taux utilisés en 2005... mais aussi sur 2004 :

Les deux principaux paramètres dans les calculs des engagements de retraite sont le taux d'actualisation et le taux de croissance des salaires. Le paramétrage actuariel a un impact essentiel sur l'évaluation des engagements de retraite. L'application d'un **taux d'actualisation élevé** et/ou d'un **taux de croissance des salaires modeste** permet de contenir la valeur actuelle des engagements, et donc le risque de déficit de financement de ces mêmes engagements.

Le tableau suivant fait l'inventaire des hypothèses retenues par les 40 sociétés en 2004 et 2005 et nos propres estimations normalisées pour 2006. Lorsque les indications données par la société sont une fourchette, nous avons retenu le point milieu, ou le barycentre si la répartition géographique des engagements (ou effectifs) est suffisamment claire pour en tirer une cote approximative. Ce succédané peut donner des résultats très éloignés de la réalité cependant.

2005 montre un réel durcissement des termes actuariels. C'est sans doute la première phase d'un mouvement souhaité par les régulateurs parmi les grands pays recourant à la capitalisation financée par les entreprises. Curieusement, les taux d'actualisation utilisés en 2004 en French GAAP ont parfois été revus en IFRS (publié avec les comptes 2005) à des niveaux inférieurs. Ceci a pour effet de réduire la variation des déficits et donc la formation d'écarts actuariels. Notre perplexité est entière sur l'interaction entre systèmes comptables et niveaux des taux d'actualisation...

Hypothèses actuarielles - 2004, 2005 et 2006e

Société	Taux d'actualisation 2004	Croissance des salaires 2004	Taux d'actualisation - Taux de croissance des salaires 2004	Taux d'actualisation 2005	Croissance des salaires 2005	Taux d'actualisation - Taux de croissance des salaires 2005	Taux d'actualisation 2006e Oddo	Croissance des salaires 2006e Oddo	Taux d'actualisation - Taux de croissance des salaires 2006e
Accor	5.31%	3.67%	1.64%	4.25%	2.85%	1.40%	4.50%	3.00%	1.50%
AGF	5.19%	2.06%	3.13%	5.19%	3.13%	2.06%	4.71%	3.70%	1.02%
Air Liquide	4.98%	n.a.	n.a.	4.36%	n.a.	n.a.	4.82%	3.38%	1.44%
Alcatel	4.46%	3.52%	0.94%	3.95%	3.34%	0.61%	4.81%	3.37%	1.44%
Alstom	5.09%	2.97%	2.12%	4.72%	2.68%	2.04%	4.50%	3.00%	1.50%
Arcelor	5.01%	3.09%	1.92%	5.73%	3.88%	1.85%	4.97%	3.74%	1.22%
AXA	5.15%	3.79%	1.36%	4.40%	3.01%	1.39%	4.68%	3.22%	1.47%
BNP-Paribas	4.16%	4.02%	0.14%	3.91%	4.11%	-0.19%	4.85%	3.48%	1.37%
Bouygues	3.70%	3.21%	0.48%	3.59%	3.21%	0.38%	4.56%	3.07%	1.49%
Capgemini	5.69%	2.94%	2.75%	4.85%	3.42%	1.43%	5.30%	3.70%	1.60%
Carrefour	n.a.	n.a.	n.a.	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Crédit Agricole	4.50%	n.a.	n.a.	4.09%	3.00%	1.09%	4.50%	3.00%	1.50%
Danone	4.50%	3.00%	1.50%	4.00%	3.00%	1.00%	4.50%	3.00%	1.50%
Dexia	n.a.	n.a.	n.a.	4.73%	3.98%	0.75%	4.51%	3.01%	1.50%
EADS	4.88%	3.00%	1.88%	4.00%	3.00%	1.00%	4.62%	3.19%	1.43%
EDF	n.a.	n.a.	n.a.	4.25%	2.63%	1.62%	4.50%	3.36%	1.14%
Essilor	5.22%	2.80%	2.42%	4.91%	2.60%	2.31%	5.02%	3.62%	1.40%
France Télécom	4.50%	4.00%	0.50%	4.00%	3.50%	0.50%	4.50%	3.00%	1.50%
Gaz de France	n.a.	n.a.	n.a.	4.25%	N.A.	N.A.	4.50%	3.00%	1.50%
L'Oréal	5.10%	4.60%	0.50%	4.50%	4.50%	0.00%	4.95%	3.59%	1.36%
Lafarge	5.40%	4.46%	0.95%	4.95%	4.42%	0.54%	5.35%	4.24%	1.11%
Lagardère	n.a.	n.a.	n.a.	4.18%	3.36%	0.82%	4.50%	3.00%	1.50%
LVMH	4.76%	3.00%	1.76%	4.16%	3.25%	0.91%	4.49%	3.27%	1.21%
Michelin	5.51%	3.23%	2.29%	5.07%	3.10%	1.97%	5.30%	3.65%	1.65%
Pernod Ricard	5.54%	3.62%	1.92%	5.05%	3.31%	1.74%	5.09%	3.91%	1.18%
Peugeot PSA	4.75%	n.a.	n.a.	4.49%	n.a.	n.a.	4.50%	3.64%	0.86%
PPR	5.14%	3.58%	1.56%	4.50%	2.89%	1.61%	4.50%	3.00%	1.50%
Publicis	5.75%	3.75%	2.00%	5.07%	3.82%	1.25%	5.01%	3.60%	1.41%
Renault	5.15%	n.a.	n.a.	4.00%	n.a.	n.a.	4.50%	3.00%	1.50%
Saint-Gobain	5.44%	2.81%	2.63%	4.67%	2.96%	1.71%	4.81%	3.37%	1.44%
Sanofi-aventis	4.91%	3.62%	1.29%	4.58%	3.23%	1.35%	4.75%	3.20%	1.56%
Schneider Electric	5.40%	3.40%	2.00%	4.90%	3.30%	1.60%	4.87%	3.43%	1.43%
Société Générale	4.03%	3.99%	0.04%	3.93%	2.90%	1.03%	4.78%	3.33%	1.45%
STMicroelectronics	5.02%	3.34%	1.68%	4.54%	3.75%	0.79%	4.64%	3.17%	1.47%
Suez	5.40%	3.90%	1.50%	4.50%	3.90%	0.60%	4.59%	3.12%	1.46%
Thomson	5.13%	3.14%	1.99%	4.44%	3.11%	1.33%	4.96%	3.59%	1.37%
Total	5.12%	3.66%	1.46%	4.51%	3.63%	0.88%	5.25%	4.20%	1.05%
Veolia Environnement	5.00%	3.17%	1.83%	4.45%	3.30%	1.15%	5.06%	3.91%	1.15%
Vinci	5.09%	2.71%	2.39%	4.54%	2.50%	2.04%	4.56%	3.10%	1.46%
Vivendi	5.10%	3.80%	1.30%	4.90%	3.80%	1.10%	5.42%	4.22%	1.19%
Moyenne	4.97%	3.45%	1.52%	4.49%	3.32%	1.17%	4.78%	3.39%	1.38%

N.B. : Les hypothèses 2004 sont celles communiquées dans les publications de l'exercice 2004, à l'exception des sociétés suivantes : Alstom, Bouygues, BNP Paribas, Dexia, EDF, Gaz de France, Lagardère. Pour Alstom, Bouygues, BNP Paribas, nous avons retenu les hypothèses 2004 en IFRS publiées dans les rapports annuels 2005.

En 2005, la moyenne des taux d'actualisation utilisés est de 4.49%, et celle du taux de croissance des salaires futurs de 3.32%. Par rapport aux références données par les entreprises dans leurs rapports 2004 (4.97% et 3.45%), ces deux taux ont donc baissé de, respectivement, 0.48% et de 0.13%. Ces mouvements de baisse sont plus amples que de 2004 sur 2003.

► Le "Spread"

Une observation intéressante : l'écart arithmétique (le "Spread") entre ces deux taux a baissé par rapport à 2004. La moyenne du "Spread" est de l'ordre de 1.17% dans notre échantillon 2005, par rapport à l'année 2004 où elle était de 1.52% (à périmètre comparable). L'évolution de cet **indi-**

icateur confirme une plus grande prudence dans le paramétrage actuariel des sociétés françaises.

Pour rappel, comme la hausse du taux d'actualisation, ou la baisse de taux de croissance des salaires, peut réduire la valeur actuarielle des engagements de retraite, un plus grand écart entre les deux signifie une combinaison d'hypothèses plus favorables que la moyenne.

À l'issue de l'exercice 2005, seules 4 sociétés conservent un "spread" supérieur à 2% contre 7 en 2004 (et 12 en 2003, sur un univers un peu différent). Une présence significative aux États-Unis contribue à relever les taux d'actualisation, et donc le "spread".

Commentaires sur les taux d'actualisation et les taux longs

Les taux d'actualisation des engagements de retraite doivent être ancrés sur les taux longs. Le degré de précision des attentes des régulateurs au sein des différents pays est variable. Mais la tendance est bien établie qui veut rattacher le taux d'actualisation à une situation de marché. L'esprit des IFRS va dans le même sens. La référence est au "10 ans" dont les marchés sont les plus actifs. L'autonomie des taux longs face à la remontée des taux courts a déjoué les anticipations sur la remontée des premiers. Les entreprises ont donc resserré leur taux d'actualisation alors que l'inverse aurait dû se passer. La franche inversion de la courbe US au moment de la rédaction (août 2006) contribue à rendre complexes les tactiques sur ce thème.

Année	Zone Euro -10 ans Moyenne annuelle	Moyenne de taux d'actualisation appliqués	Δ
2000	5.26	nd	nd
2001	4.81	nd	nd
2002	4.79	5.61	0.82
2003	4.09	5.39	1.30
2004	4.06	4.97	0.91
2005	3.35	4.49	1.14
2006	4.0 (est. Oddo Securities)	4.78 (hyp Oddo Securities)	0.78

2. Hypothèses 2006 unifiées pour l'évaluation des engagements

Nous projetons, avec beaucoup d'arbitraire, les engagements de chaque entreprise du CAC 40 pour l'exercice en cours (2006) et le suivant. Une partie de cette information est disponible société par société en annexe et le détail des calculs figure aussi sur le site Oddo Securities. Qui dit projection, dit prise de position sur les taux. Notre contribution est de normaliser ce facteur exogène. Pour mieux intégrer l'élément géographique dans l'évaluation des engagements de retraite, nous avons calculé un taux d'actualisation géographiquement pondéré pour chaque société. Cette pondération est basée sur l'exposition de la société aux trois grandes zones suivantes : l'Europe de l'Ouest, le Royaume-Uni et les États-Unis. Pour chaque zone, nous avons fixé un taux d'actualisation standardisé :

- ▶ Pour la France et l'Europe de l'Ouest, le taux d'actualisation est fixé à 4.5%, soit 50 points de base de plus que le taux de 10 ans 2006 anticipé par Oddo Securities.
- ▶ Pour le Royaume-Uni, nous fixons le taux à 5.3%, légèrement plus haut que l'indice iBoxx Corporate des obligations à plus de 15 ans du classe-

ment AA au 30 juin 2006 (5.16%). Ce dernier est le "benchmark" conseillé pour évaluer les engagements de retraite au Royaume-Uni. Rappelons que la Banque centrale a relevé en août 2006 son taux d'intérêt de référence de 25 points de base, à 4.75%.

- ▶ Pour les États-Unis, nous avons retenu 5.60%. Il est légèrement plus bas que le taux benchmark Moody' pour les obligations AAA à long échéance (5.68% au 15 août 2006). En effet, quel taux d'actualisation appliquer sur 2006 a été un sujet d'incertitude jusqu'à cet été. Après de longs débats parlementaires depuis fin 2005, la nouvelle "Pension Funding Equity Act" a été réglementée en août 2006. Elle prolonge jusqu'à fin 2007 l'utilisation d'un taux "accommodant", calculé sur la base de pondération des indices obligataires corporate pendant les quatre années passées. Introduits en 2004 pour remplacer le taux long de 30 ans, ce taux a permis aux entreprises américaines de soulager les problèmes de sous financement. À titre d'exemple, la fourchette des taux pour évaluer les engagements de retraite est de 5.21-5.78% en août 2006⁹, à comparer avec le taux de Treasury 30 an à 5%, et un taux d'intérêt de référence (moyen pondéré) de 4.84%.¹⁰

Si nous avons privilégié la valeur des engagements de retraite pays par pays comme facteur de pondération, nous avons parfois dû utiliser la répartition géographique des salariés lorsque cette information n'était pas disponible.

Pour la croissance des salaires, nous tablons aussi sur une pondération par géographies, en retenant des hypothèses proches des moyennes utilisées par les sociétés à fin 2005¹¹. Nous avons ainsi fixé le taux à 3% pour la zone Europe de l'Ouest, 4.3% pour le Royaume-Uni et pour les États-Unis. Les facteurs de pondération sont soumis à l'information disponible à l'instar des observations formulées à propos du taux d'actualisation.

Au total, les conditions d'actualisation retenues dans nos projections 2006 sont **allégées** par rapport au niveau observé en 2005, puisque le "spread" entre discount rate et inflation salariale passe de 1.17% en 2005 à 1.38% au titre de 2006. L'explication en est simplement que notre "normalisation" se fait en moyenne à des niveaux de taux plus élevés que ceux qu'ont retenus les entreprises en 2005. Ce relâchement sur les taux réduit la valeur actuarielle des engagements. Notons cependant que cet exercice de normalisation conduit aussi à durcir les conditions actuarielles sur les quelques entreprises dont les "spreads" se situent encore au-dessus de 2%

3. État des lieux 2005 et projection des engagements 2006

Le tableau suivant résume l'étendue des engagements des sociétés en 2005 ainsi que notre projection pour la fin de l'année 2006. Y figure également la provision inscrite au bilan publié 2005. Le déficit brut représente l'écart entre la valeur actuarielle des engagements de retraite à prestations définies et la valeur des plans de financement. La provision nette est la valeur nette inscrite dans le bilan de l'entreprise au titre des engagements de retraite (le terme "nette" vient de ce que les provisions passives sont diminuées des provisions actives).

En % de la capitalisation boursière, les déficits les plus significatifs sont ceux de Alstom, Capgemini, EADS, EDF, Michelin, Saint-Gobain

⁹ Selon l'Internal Revenue Service. www.irs.gov

¹⁰ Source : Internal Revenue Service, United States Department of the Treasury » www.irs.gov

¹¹ Sources : Hewitt Global Report – Retirement Plan Accounting Assumptions at Year-End 2005, Dec. 2005

Déficits brut et provisions nettes pour les engagements à prestations définies - 2004, 2005 et 2006e

Société	(Déficit) brut 2004 (M€)	(Déficit) brut 2005 (M€)	(Déficit) brut 2006e (M€)	Provisions nettes pour pensions 2005(M€)	Fonds propres 2006(M€)	Market Cap 2006(M€)	Déficit /Fonds propres 2006	Déficits /Capi Bour-sière 2006
Accor	-53	-152	-150	-152	4436	9 768	-3%	-2%
AGF	-286	-447	-739	-290	10 313	18 674	-7%	-4%
Air Liquide	-1 221 (*)	-1 363	-1 172	-1 220	6 705	18 688	-17%	-6%
Alcatel	-1 176	-1 210	-662	-1 167	7 239	12 246	-9%	-5%
Alstom	-1 429	-1 433	-1 773	-405	2 186	9 520	-81%	-19%
Arcelor	-1 806	-1 580	-1729	-1431	20314	25110	-9%	-7%
AXA	-3 439	-4 031	-3 794	-6 654	44 746	53 560	-8%	-7%
BNP-Paribas	-2 014	-1 416	-615	-1 177	47 291	75 188	-1%	-1%
Bouygues	-291	-361	-277	-273	5 747	13 391	-5%	-2%
Capgemini	-454	-701	-680	-437	3 123	5 171	-22%	-13%
Carrefour	n.a.	-691	n.a.	-656	10 675	34 197	n.a.	n.a.
Crédit Agricole	-476	-536	-444	-547	34 183	48 061	-1%	-1%
Danone	-363	-408	-235	-324	5 818	27 611	-4%	-1%
Dexia	-815	-906	-623	-633	16 517	21 662	-4%	-3%
EADS	-4 540	-5 128	-4 804	-4 006	15 229	18 725	-32%	-26%
EDF	-12 405	-17 113	-16 190	-14 572	23 300	83 255	-69%	-19%
Essilor	-100	-114	-151	-91	1 932	7 957	-8%	-2%
France Télécom	-852	-909	-734	-744	30 977	41 492	-2%	-2%
Gaz de France	43	140	171	140	16 434	27 676	1%	1%
L'Oréal	-1 142	-1 240	-729	-961	14 906	48 771	-5%	-1%
Lafarge	-1 154	-1 253	-697	-1 059	12 056	17 018	-6%	-4%
Lagardère	-149	-159	-122	-142	4 963	7 771	-2%	-2%
LVMH	-267	-264	-246	-260	12 024	35 435	-2%	-1%
Michelin	-1 458	-1 699	-2 094	-1 039	5 047	6 920	-42%	-30%
Pernod Ricard	-172	-229	-311	-181	5 683	15 484	-5%	-2%
Peugeot PSA	-1 095	-1 098	-1 053	-1 103	14 299	9 551	-7%	-11%
PPR	-259	-290	-324	-279	8 453	12 273	-4%	-3%
Publicis	-217	-241	-228	-200	2 465	5 806	-9%	-4%
Renault	-867	-1 040	-1 129	-925	21 725	24 633	-5%	-5%
Saint-Gobain	-2 567	-3 158	-3 655	-2 851	13 786	19 798	-27%	-18%
Sanofi-aventis	-3713	-4 075	-3 721	-3 252	52 310	96 822	-7%	-4%
Schneider Electric	-522	-598	-640	-600	8 939	18 758	-7%	-3%
Société Générale	-630	-874	-632	-870	25 967	56 129	-2%	-1%
STMicroelectronics	-105	-129	-98	-56	9 912	11 451	-1%	-1%
Suez	-2 787	-2 908	-2 038	-2 579	20 811	41 607	-10%	-5%
Thomson	-489	-498	-473	-494	2 356	3 272	-20%	-14%
Total	-2 755	-3373	-3 096	-2 430	46 414	119 420	-7%	-3%
Veolia Environnement	-389	-590	-598	-560	6 221	16 858	-10%	-4%
Vinci	-692	-710	-862	-667	9 572	19 493	-9%	-4%
Vivendi	-591	-570	-514	-473	21 919	30 383	-2%	-2%
Somme	-53 698	-63 335	-57 861	-55 620	626 993	1 169 605		
Moyenne	-1 377	-1 607	-1 484	-1 409	15 675	29 240	-9%	-5%

(*) La valeur du déficit publié dans le rapport 2004 par Air Liquide est de 606 M€. Nous avons retenu ici la situation début 2005 pour permettre à une comparaison à périmètre constant.

Le total de déficit brut des engagements de retraite est de l'ordre de 63.3 Md€ (62.7 Md€ pour les 39 sociétés hors Carrefour), soit 1.6 Md€ en moyenne. Le chiffre moyen en 2004 et à définition équivalente de l'indice était de 1.38 Md€, soit une assez nette progression de 18% qui s'explique par le durcissement des termes d'actualisation. De fait, si les sociétés traditionnellement exposées ne connaissent plus de très fortes progressions (l'inventaire des problèmes est en quelque sorte cerné), d'autres connaissent de sensibles accélérations à partir de niveau très bas (Accor, Air Liquide, Pernod, Société Générale). C'est parfois expliqué par des changements de périmètre (Pernod).

Signalons la concentration du problème puisqu'il suffit de 5 sociétés (EDF, EADS, Sanofi-aventis, Axa, Total) pour aborder plus de 50% du "stock" de déficit, puis en en ajoutant 3 (Saint-Gobain, Suez, Michelin), le cap des 2/3 est franchi.

Dans nos travaux de l'été dernier, nous avons anticipé pour 2005 un déficit moyen de 1.2 Md€ Hors EDF nous retombons sur ce chiffre. Comme toujours, la moyenne cache les erreurs. Les mauvaises "surprises" viennent de Air Liquide (effet périmètre), Alcatel, Axa, L'Oréal, Lafarge, Suez (effet périmètre). À l'inverse, les sociétés les plus exposées dans les vieilles industries surprennent en positif (Michelin, Saint-Gobain, Arcelor, PSA). Cela rejoint une observation déjà formulée ici : ces entreprises ont abordé le sujet plus tôt et mis en œuvre des stratégies de contrôle.

Au titre de 2005, le déficit brut moyen ressort à 11% des fonds propres moyens, lesquels ont déjà été réduits de 2.5% par application des IFRS 1 (faculté de déduire des fonds propres les écarts actuariels non reconnus). Pour 2006, le ratio passe à 9% environ. En rapportant le déficit brut à la capitalisation boursière, le chiffre est en moyenne de 5% sur 2006e. Ces chiffres sont en définitive assez stables d'un exercice à l'autre.

Les résultats 2005 sont finalement plutôt rassurants, notamment en raison des progrès en termes de taux d'actualisation qui réduisent le décalage avec les critères de marché. Les sociétés françaises apparaissent aussi moins exposées que leurs homologues européennes aux problèmes de retraite à prestations définies, simplement en raison du poids de leurs effectifs français qui sont couverts par les systèmes centraux de répartition.

Changement de périmètre retraite du CAC 40 dans l'exercice 2005-2006

Les fusions/acquisitions des sociétés françaises à l'international pourraient alourdir le bilan des engagements de retraite de ces dernières. L'intégration prévue des entités localisées dans les zones exposées aux risques au cours de l'année 2005-2006 est résumée dans le tableau suivant.

Si Lucent est surfinancé (pour ses retraites, mais pas pour les soins), ce tableau retrace l'ampleur des engagements de retraite qui peuvent être intégrés à la suite d'une opération de croissance externe. En ce sens le CAC 40 est vraiment un indice global.

Société	Société à consolider	Déficit 2005 (M€)	
		avant	après (estimé)
Arcelor	Mittal	-1 580	-2 314
Pernod-Ricard	Allied Domecq	-229	-1 070
Alcatel	Lucent	-1 210	891
Somme		-3 019	-2 494

4. Sensibilité des engagements de retraite au taux d'actualisation

L'évaluation des engagements de retraite est remarquablement sensible au taux d'actualisation appliqué. Le tableau ci-après illustre les résultats d'un test de sensibilité.

Pour les 39 sociétés, une baisse de 0.5% du taux d'actualisation accroît les engagements de 12.6 Md€ (largement du fait d'EDF : +2.4 Md€), soit 22% de plus, ou 1% environ de la capitalisation boursière et 2% des fonds propres.

La sensibilité est surtout évidente pour les sociétés qui ont un "stock" d'engagements relativement important, comme AXA, Alstom, Arcelor, EADS, EDF, Lafarge, Michelin, Saint-Gobain, Sanofi-aventis, Suez, Total ...

Sensibilité des engagements à prestations définies aux taux d'actualisation

Société	Projection au taux Composite Oddo			Projection au taux Composite Oddo moins 0.5%		
	(Déficit) brut 2006e (€m)	Déficit/Fonds propres 2006	Déficits/Capi Boursière 2006	(Déficit) brut 2006e (€m)	Déficit/Fonds propres 2006	Déficits/Capi Boursière 2006
Accor	-150	-3%	-2%	-173	-4%	-2%
AGF	-739	-7%	4%	-894	-9%	-5%
Air Liquide	-1 172	-17%	-6%	-1 361	-20%	-7%
Alcatel	-662	-9%	-5%	-949	-13%	-8%
Alstom	-1 773	-81%	-19%	-2 273	-104%	-24%
Arcelor	-1 729	-9%	-7%	-1 995	-10%	-8%
AXA	-3 794	-8%	-7%	-4 888	-11%	-9%
BNP-Paribas	-615	-1%	-1%	-844	-2%	-1%
Bouygues	-277	-5%	-2%	-312	-5%	-2%
Capgemini	-680	-22%	-13%	-872	-28%	-17%
Carrefour	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédit Agricole	-444	-1%	-1%	-566	-2%	-1%
Danone	-235	-4%	-1%	-285	-5%	-1%
Dexia	-623	-4%	-3%	-839	-5%	-4%
EADS	-4 804	-32%	-26%	-5 337	-35%	-29%
EDF	-16 190	-69%	-19%	-18 628	-80%	-22%
Essilor	-151	-8%	-2%	-170	-9%	-2%
France Télécom	-734	-2%	-2%	-827	-3%	-2%
Gaz de France	171	1%	1%	18	0%	0%
L'Oréal	-729	-5%	-1%	-922	-6%	-2%
Lafarge	-697	-6%	-4%	-1 146	-10%	-7%
Lagardère	-122	-2%	-2%	-152	-3%	-2%
LVMH	-246	-2%	-1%	-305	-3%	-1%
Michelin	-2 094	-42%	-30%	-2 763	-55%	-40%
Pernod Ricard	-311	-5%	-2%	-370	-7%	-2%
Peugeot PSA	-1 053	-7%	-11%	-1 472	-10%	-15%
PPR	-324	-4%	-3%	-379	-4%	-3%
Publicis	-228	-9%	-4%	-276	-11%	-5%
Renault	-1 129	-5%	-5%	-1 162	-5%	-5%
Saint-Gobain	-3 655	-27%	-18%	-4 571	-33%	-23%
Sanofi-aventis	-3 721	-7%	-4%	-4 608	-9%	-5%
Schneider Electric	-640	-7%	-3%	-841	-9%	-4%
Société Générale	-632	-2%	-1%	-892	-3%	-2%
STMicroelectronics	-98	-1%	-1%	-126	-1%	-1%
Suez	-2 038	-10%	-5%	-2 488	-12%	-6%
Thomson	-473	-20%	-14%	-539	-23%	-16%
Total	-3 096	-7%	-3%	-3 997	-9%	-3%
Veolia Environnement	-598	-10%	-4%	-741	-12%	-4%
Vinci	-862	-9%	-4%	-985	-10%	-5%
Vivendi	-514	-2%	-2%	-644	-3%	-2%
Somme	-57 861			-70 577		
Moyenne	-1 484	-9%	-5%	-1 810	-11%	-6%

5. Et les écarts actuariels...

Les écarts actuariels non reconnus, cette singularité comptable propre aux engagements de retraite, tout comme l'hydre de légende, relèvent la tête. Le passage aux IFRS ouvrait une "fenêtre" qui permettait aux entreprises d'effacer, en contractant à due proportion leurs fonds propres, les écarts actuariels non reconnus et accumulés à 2003. Les entreprises ont toutes saisi cette opportunité de

régler un problème qui devenait difficile à gérer. Mais, le problème reste entier et complexe. De quoi s'agit-il ?

Lorsque le statut du régime de retraite est un déficit, il est matérialisé dans le bilan par une provision. Cependant, selon un principe comptable permettant un "lissage" des écarts actuariels, le "statut du plan", c'est-à-dire le déficit, n'est que partiellement reflété dans le bilan.

L'outil comptable visant à étaler des écarts actuariels sur plusieurs exercices est le concept de "pertes (gains) actuariel(le)s non reconnu(e)s" ("unrecognized actuarial losses/gains"). En ne reconnaissant pas la totalité de la perte actuarielle en fin d'exercice, l'entreprise en transfère la charge sur des exercices futurs par tranches et table alors sur un redressement futur des marchés. Ainsi, la société réduit la volatilité de son bilan.

Complexes dans leurs modalités d'application, ces calculs d'amortissement (technique du "corridor") peuvent parfois générer des actifs apparents au bilan, ce qui est contradictoire avec la réalité actuarielle (mais non avec "la réalité cash" de l'entreprise).

Deux risques sont liés à ces modalités comptables :

- ▶ Elles présentent des dangers évidents en repoussant dans le futur la constatation de tendances de fond de l'économie. Ce qui revient implicitement à prendre position sur les marchés financiers.
- ▶ L'amortissement des pertes actuarielles non reconnues vient inévitablement alourdir les charges annuelles, et donc affecter la performance opérationnelle.

Le tableau de synthèse ci après appelle quelques explications. Dans les publications en French GAAP de l'exercice 2004, les "pertes actuarielles non reconnues" étaient mises à contribution à hauteur de 39% des déficits bruts pour les 34 sociétés dans l'échantillon. Ce qui revenait à ne pas provisionner 39% des déficits (soit 14.6 Md€). Le passage aux normes IFRS en 2005 donne lieu à un rétroactif 2004 où les pertes actuarielles non reconnues ont été ramenées à moins de 4 Md€ après utilisation de la "fenêtre" comptable citée précédemment.

Pour 2005, le durcissement des conditions du calcul génère à nouveau des écarts actuariels à hauteur de 10 Md€ soit 16% du total des déficits. Ce chiffre est supérieur à nos anticipations de l'année dernière (10%, hors EDF), l'écart étant expliqué par le poids pris par EDF. La situation est ainsi moins détériorée que fin 2004 mais le point principal est que le traitement appliqué en ouverture des bilans IFRS ne corrigeait que le passé. Une évidence qu'il convenait de rappeler.

Certaines entreprises se distinguent en ayant opté pour un abandon de la méthode des écarts actuariels et une reconnaissance au fil de l'eau de la totalité du déficit de l'année. Cette position extrême est une option ouverte par les normes IFRS. Elle est un facteur de transparence qui doit être salué puisque les comptes consolidés sont directement impactés par la totalité des déficits relatifs aux engagements sociaux. Les 7 sociétés ayant adopté cette méthode sont : Accor, Credit Agricole, Gaz de France, PPR, Schneider, Thomson, Veolia. Par rapport aux fonds propres, Thomson est la société qui prend le plus de risque de présentation.

Pour 2006, les écarts actuariels baissent compte tenu de nos paramètres d'actualisation moins rigoureux que ceux qui sont appliqués en 2005 par les entreprises. Pour certaines entreprises, les pertes actuarielles non reconnues deviennent des gains. Il convient de faire attention aux signes dans nos tableaux ! Le recours aux écarts actuariels resterait significatif en % des fonds propres uniquement pour Alstom.

Écarts actuariels non reconnus... ou désormais reconnus

Société	(Déficit) brut 2004 (€m)	Perte act non reconnues 2004 (€m)	Prov nettes pour pensions 2004 (€m)	Pertes act, / déficit brut 2004	(Déficit) brut 2005 (€m)	Perte act non reconnues 2005 (€m)	Prov nettes pour pensions 2005 (€m)	Pertes act, / déficit brut 2005	(Déficit) brut 2006e (€m)	Perte actu non reconnues 2006e (€m)	Prov nettes pour pensions 2006e (€m)	Pertes act, / déficit brut 2006e
Accor	-53	7	-46	-13%	-152	0	-152	0%	-150	0	-150	0%
AGF	-286	0	-286	0%	-447	157	-290	-35%	-739	421	-317	-57%
Air Liquide	-1 229	N.A.	-1 238	N.A.	-1 363	142	-1 220	-10%	-1 172	-53	-1 225	5%
Alcatel	-1 176	9	-1 172	-1%	-1 210	46	-1 167	-4%	-662	-515	-1 178	78%
Alstom	-1 429	1 009	-450	-71%	-1 433	1050	-405	-73%	-1 773	1 448	-325	-82%
Arcelor	-1 806	173	-1 652	-10%	-1 580	186	-1 431	-12%	-1 729	469	-1 261	-27%
AXA	-3 439	38	-5 666	-1%	-4 031	74	-6 654	-2%	-3 794	-240	-4 035	6%
BNP-Paribas	-2 014	138	-1 469	-7%	-1 416	205	-1 177	-14%	-615	-647	-1 262	105%
Bouygues	-291	6	-247	-2%	-361	22	-273	-6%	-277	-64	-341	23%
Capgemini	-454	38	-411	-8%	-701	259	-437	-37%	-680	168	-512	-25%
Carrefour	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Crédit Agricole	-476	0	-476	0%	-536	0	-547	0%	-444	0	-444	0%
Danone	-363	35	-328	-10%	-408	93	-324	-23%	-235	36	-199	-15%
Dexia	-815	241	-574	-30%	-906	273	-633	-30%	-623	-98	-721	16%
EADS	-4 540	659	-3 876	-15%	-5 128	1118	-4 006	-22%	-4 804	587	-4 217	-12%
EDF	-12 405	0	-12 405	0%	-17 113	2541	-14 572	-15%	-16 190	4 549	-11 640	-28%
Essilor	-100	0	-81	0%	-115	17	-91	-15%	-151	48	-103	-32%
France Télécom	-852	56	-747	-7%	-909	130	-744	-14%	-734	-72	-806	10%
Gaz de France	43	0	43	0%	140	0	140	0%	171	0	171	0%
L'Oréal	-1 142	147	-996	-13%	-1 241	280	-961	-23%	-729	-333	-1 062	46%
Lafarge	-1 154	91	-1 089	-8%	-1 253	232	-1 059	-19%	-697	-382	-1 079	55%
Lagardère	-149	7	-142	-5%	-159	17	-142	-11%	-122	-28	-151	23%
LVMH	-267	-6	-259	2%	-264	-8	-260	3%	-246	-49	-296	20%
Michelin	-1 458	388	-1 073	-27%	-1 699	662	-1 039	-39%	-2 094	991	-1 104	-47%
Pernod Ricard	-172	-6	-180	3%	-229	51	-181	-22%	-311	106	-205	-34%
Peugeot PSA	-1 095	-133	-1 228	12%	-1 098	-5	-1 103	0%	-1 053	-72	-1 125	7%
PPR	-259	0	-248	0%	-290	0	-279	0%	-324	0	-324	0%
Publicis	-217	12	-205	-6%	-241	41	-200	-17%	-228	22	-206	-10%
Renault	-867	30	-855	-3%	-1 040	130	-925	-13%	-1 129	94	-1 035	-8%
Saint-Gobain	-2 567	-30	-2 621	1%	-3 158	345	-2 851	-11%	-3 655	710	-2 945	-19%
Sanofi-aventis	-3 713	389	-3 248	-10%	-4 075	762	-3 252	-19%	-3 721	295	-3 426	-8%
Schneider El.	-522	0	-521	0%	-598	0	-600	0%	-640	0	-640	0%
Société Générale	-630	30	-780	-5%	-874	120	-870	-14%	-632	-137	-769	22%
STMicro	-105	60	-49	-57%	-129	77	-56	-60%	-98	29	-68	-30%
Suez	-2 787	102	-2 674	-4%	-2 908	319	-2 579	-11%	-2 038	-572	-2 609	28%
Thomson	-489	0	-494	0%	-498	0	-494	0%	-473	0	-473	0%
Total	-2 755	127	-2 530	-5%	-3 373	777	-2 430	-23%	-3 096	356	-2 740	-12%
Veolia Env.	-389	0	-355	0%	-590	0	-560	0%	-598	0	-598	0%
Vinci	-692	3	-647	0%	-710	-3	-667	0%	-862	121	-742	-14%
Vivendi	-591	50	-541	-8%	-570	92	-473	-16%	-514	53	-462	-10%
Somme	-53 698	3 670	-51 816		-62 664	10 203	-54 964		-57 861	7 241	-50 620	
Moyenne	-1 377	97	-1 329	-7%	-1 607	262	-1 409	-16%	-1 484	186	-1 298	-13%

6. Des contributions "cash" - information limitée

Le tableau suivant retrace les contributions, c'est-à-dire l'apport de ressources nouvelles aux différents plans de retraite par l'employeur pour contenir les déficits des engagements financés. La décision de doter les fonds de retraite dépend non seulement des politiques fiscales et des législations concernant les engagements de retraite, mais aussi des négociations avec les salariés bénéficiaires. L'information sur les contributions par l'employeur est remarquablement limitée dans la communication financière des entreprises. Exercice après exercice, force est de constater que c'est sur ce poste que les prévisions/modélisations sont les plus délicats. Ainsi, les contributions moyennes progressent, certaines faisant l'objet de hausse très substantielles en 2005 : Sanofi-aventis (effet périmètre), Saint-Gobain, Axa.

Les contributions portent uniquement sur les obligations financées (cf. explication page 70). Elles se situent en moyenne à 5% de ces obligations avec des pointes à 14% (Vivendi). Les contributions restent modestes en vue du comblement des déficits concernés mais elles représentent déjà 3% de l'EBITA. Ce ratio en vaut d'autres, l'idée étant de comparer les contributions à une mesure de flux de richesse opérationnelle. Pour certaines sociétés, ce chiffre est supérieur à 20% (Alstom, Capgemini). Ainsi, si les risques actuariels sont mieux cernés, la ponction sur la richesse des entreprises peut rester significative. Nos projections sur les contributions 2006 sont fragiles, on l'aura compris.

Contributions 2004, 2005 et 2006e

Société	Contribution employeur 2004(M€)	Contribution employeur 2005(M€)	Contribution employeur 2006e(M€)	Engagements financés 2005(M€)	EBITA 2005(M€)	Contribution engagements financés / 2005	Contribution / EBITA 2005
Accor	n.a.	15	4	139	717	11%	2%
AGF	n.a.	37	14	1 051	n.a.	4%	n.a.
Air Liquide	n.a.	107	76	1 924	1 473	6%	0
Alcatel	84	80	9	2 426	1 139	3%	7%
Alstom	99	112	112	3 702	528	3%	21%
Arcelor	39	49	11	975	4 347	5%	1%
AXA	262	333	99	8 881	5 233	4%	6%
BNP-Paribas	176	140	79	2 914	7 875	5%	2%
Bouygues	n.a.	19	24	438	1 714	4%	1%
Capgemini	30	57	39	1 888	214	3%	27%
Carrefour	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3 154	n.a.	n.a.
Crédit Agricole	22	41	0	600	3 884	0	0
Danone	14	11	140	253	1 706	4%	1%
Dexia	79	85	23	1 930	2 695	4%	3%
EADS	45	111	63	1 750	2 852	6%	4%
EDF	n.a.	778	0	5 875	8 078	13%	10%
Essilor	n.a.	3	3	100	405	3%	1%
France Télécom	24	42	10	353	11 646	12%	0%
Gaz de France	n.a.	112	0	1 562	2 784	7%	4%
L'Oréal	133	150	13	1 495	2 275	10%	7%
Lafarge	127	128	40	4 555	2 357	3%	5%
Lagardère	10	13	5	252	896	5%	1%
LVMH	n.a.	13	8	470	2 522	3%	1%
Michelin	212	174	76	5 931	1 780	3%	10%
Pernod Ricard	18	35	1	308	1 260	12%	3%
Peugeot PSA	284	88	73	4 135	1 589	2%	6%
PPR	n.a.	25	11	406	1 074	6%	2%
Publicis	30	14	21	445	649	3%	2%
Renault	n.a.	n.a.	6	343	1 514	0%	0%
Saint-Gobain	236	331	114	7 476	2 652	4%	12%
Sanofi-aventis	79	332	139	7 442	9 119	4%	4%
Schneider Electric	18	34	12	1 885	1 573	2%	2%
Société Générale	44	46	19	2 259	6 563	2%	1%
STMicroelectronics	19	16	9	323	372	5%	4%
Suez	509	328	194	5 469	3 751	6%	9%
Thomson	16	26	35	294	382	9%	7%
Total	414	323	33	6 775	24 047	5%	1%
Veolia Environnement	40	64	20	1 173	1 904	5%	3%
Vinci	11	23	7	491	1 498	5%	2%
Vivendi	131	152	16	1 049	3 651	14%	4%
Somme	3 205	4 448	1 559	89 736	131 873		
Moyenne	111	117	40	2 301		5%	3%

7. Actifs : la part des actions reste très stable

Les notes aux comptes devenant plus précises, on peut esquisser un tableau de l'allocation d'actifs retenue par les sociétés du CAC40. L'information est trop parcellaire pour tirer des tendances. Ce qui frappe est la stabilité des postes actions qui restent à des niveaux significatifs, voire augmentent. Le mouvement de réduction des risques par le truchement d'une plus grande proportion d'obligations était soit non amorcé en 2005, soit les entreprises du CAC 40 ont choisi de l'ignorer. Ce qui ne serait pas nécessairement une mauvaise chose compte tenu de la cherté des instruments à rémunération fixe.

Allocations d'actifs au sein du CAC40

Société	Allocation d'actifs dans les actions 2004	Allocation d'actifs dans les actions 2005	2005 vs 2004	Allocation d'actifs dans les obligations 2004	Allocation d'actifs dans les obligations 2005	2005 vs 2004
Accor		15%			80%	
AGF						
Air Liquide						
Alcatel	27%	28%	1%	40%	41%	1%
Alstom	50.6%	50.4%	-0.2%	37%	37%	1%
AXA	58%	60%	2%	33%	34%	1%
BNP-Paribas		57%			35%	
Bouygues						
Capgemini						
Carrefour						
Credit Agricole	18%	18%	0%	55%	59%	4%
Danone		38%			44%	
Dexia						
EADS						
EDF						
Essilor						
France Télécom						
Gaz de France						
L'Oréal						
Lafarge	66%	66%	0%	31%	30%	-1%
Lagardère	49%	46%	-3%	42%	36%	-6%
LVMH	37%	46%	9%	53%	47%	-6%
Michelin	60%	57%	-3%	40%	36%	-4%
Pernod Ricard						
Peugeot PSA						
PPR		27%			16%	
Publicis	65%	61%	-4%	31%	37%	6%
Renault						
Saint-Gobain						
Sanofi-aventis	59%	48%	-11%	40%	41%	1%
Schneider Electric		60%			26%	
Société Générale	42%	37%	-5%	43%	47%	4%
STMicroelectronics	57%	61%	4%	39%	37%	-2%
Suez	30%	33%	3%	47%	42%	-5%
Thomson	58%	55%	-3%	39%	45%	6%
Total	44%	46%	2%	50%	48%	-2%
Veolia Environnement	42%	47%	5%	36%	36%	0%
Vinci		50%			46%	46%
Vivendi	46%	43%	-3%	47%	51%	4%
Arcelor						
Moyenne	47.5%	45.6%	-0.3%	41.3%	41.3%	3.9%

V. Engagements et couvertures pour 39 sociétés : Situation 2004, 2005 et projection sur 2006

Les pages suivantes regroupent de façon standardisée l'information en IFRS relative aux engagements de retraite sur 2004-2006, société par société. Nous établissons nos projections à 2006 suivant des modalités homogènes (cf. pages 14 et 71). Les détails des calculs figurent sur notre site de recherche, Oddosecurities.com. Quelques lignes de commentaires complètent les données chiffrées, pour chacune des sociétés.

Notre grille d'appréciation sur la qualité de l'information relative aux engagements de retraite est la suivante :

Claire et exhaustive : bon niveau d'information, effort d'explication, effort de lisibilité et de présentation. 4 sociétés correspondent à ce niveau : AGF, Arce-
lor, Gaz de France, Michelin.

Suffisante pour projection 2006 : 35 sociétés correspondent à ce niveau.

Insuffisante pour projection 2006 : Carrefour.

Accor

Capitalisation boursière (M€)		9 768			
Effectifs à fin 2005		168 623			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	16%	Actions	15%	Actions	N.A.
Amérique du Nord	14%	Obligations	80%	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	3%	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	3%	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.25%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.37%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.85%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	139	235	241
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(53)	(152)	(150)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	7	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(46)	(152)	(150)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(15)	(50)	(20)
Contributions Employeur	(M€)		15	4
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	3 198	4 396	4 436
Dette nette/(cash net)	(M€)	2 282	1 420	1 078
Marge opérationnelle	(M€)	612	717	752

Note : Accor a amélioré la communication sur ses engagements de retraite en 2005. Les principaux régimes de retraite à prestations définies se situent au Pays-Bas et au Royaume-Uni. Les autres engagements non financés concernent principalement les indemnités de fin de carrière en France et les indemnités de cessation de service en Italie. Une partie des engagements n'a pas été incluse dans la communication de 2004. Le groupe a opté pour une reconnaissance totale des écarts actuariels à la fin de l'exercice 2005. Les montants globaux des engagements sont très modestes au regard de la taille des effectifs. Le montant de la provision pour les engagements de retraite des dirigeants mandataires sociaux s'élève à 10 M€

AGF

Capitalisation boursière (M€)		18 674			
Effectifs à fin 2005		30 585			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Clair et exhaustif			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	50%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		5.19%		4.71%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.89%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.13%		3.70%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 000	1 289	1 639
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(286)	(447)	(739)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	N.A.	157	421
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(286)	(290)	(317)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	(59)	(54)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	37	14
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	7 324	9 259	10 313
Dette nette/(cash net)	(M€)	1 266	1 672	1 672
Marge opérationnelle	(M€)	N.A.	N.A.	N.A.

Note : Les régimes à prestations définies concernent principalement la France, l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, le Royaume-Uni, la Belgique et les Pays-Bas. La couverture des engagements est communiquée par régime dans les notes aux comptes 2005 avec un bon niveau de précision. Le périmètre du reporting des engagements de retraite a été élargi par rapport à 2004. Deux régimes de retraites supplémentaires pour les dirigeants ont été fermés en 2005 mais continuent à être provisionnés. Les hypothèses utilisées par le groupe en 2005 sont moins strictes que celles normalisées de Oddo Securities, ce qui explique la hausse significative des engagements dans la projection 2006.

Air Liquide

Capitalisation boursière (M€)		18 688			
Effectifs à fin 2005		35 900			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	30%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	21%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.36%		4.82%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.58%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		N.A.		3.38%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 868. (**)	2 140	1 985
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 229)	(1 363)	(1 172)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	N.A. (**)	142	-53
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 238)	(1 220)	(1 225)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A. (**)	(82)	(92)
Contributions Employeur	(M€)	N.A. (**)	107	76
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	5 233	6 209	6 705
Dette nette/(cash net)	(M€)	4 056	3 798	3 348
Marge opérationnelle	(M€)	1 224	1 472	1 678

(**) Il manque certaines informations sur l'exercice 2004 en IFRS en raison du changement de périmètre. Nous avons retenu dans le tableau ci-dessus les valeurs d'engagements et d'actifs en couverture au début 2005.

Note : Les engagements de retraite se situent surtout en Europe (60%) et en Amérique (30%). Selon les IFRS, les compléments de retraite en France, antérieurement considérés en cotisations définies, sont reclassés en prestations définies, soit un impact de 400 M€ environ. Comme les années précédentes, le groupe n'a pas communiqué d'hypothèse sur la croissance de salaires. En conséquence, nous avons retenu pour nos calculs un chiffre arbitraire de 3% pour 2005 et 2006. Le taux d'actualisation composite 2005 paraît rigoureux. La contribution employeur 2005, à 107 M€, est significative par rapport à notre projection (40 M€). Le niveau de contribution en 2004 n'a pas été communiqué. Les engagements de retraite de Messer ont été, pour la première fois en 2005, intégrés les comptes du groupe pour l'année entière.

Alcatel

Capitalisation boursière (M€)		12 246	
Effectifs à fin 2005		57 699	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	25%	Actions 28%	Actions 27%
Amérique du Nord	16%	Obligations 41%	Obligations 40%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A	Immobilier 15%	Immobilier 15%
Allemagne	9%	Autres 16%	Autres 18%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		3.95%	4.81%
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.28%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		3.34%	3.37%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies (avant fusion avec Lucent)				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	3 282	3 496	3 028
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 176)	(1 210)	(662)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	9	46	-515
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 172)	(1 167)	(1 178)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(104)	(93)	(82)
Contributions Employeur	(M€)	84	80	9
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	3 744	6 711	7 239
Dette nette/(cash net)	(M€)	(107)	(1 457)	(1 960)
Marge opérationnelle	(M€)	570	1 139	1 050

Note : Les engagements sous financés concernent principalement les plans en France et en Allemagne. Les engagements sur l'année 2004 ont été revus dans le rapport annuel 2005. Cette révision a surtout augmenté la valeur des engagements non financés. Le groupe ne participera plus aux plans américains à partir de 2006. Les hypothèses actuarielles sont très prudentes pour un groupe ayant un tel profil d'exposition géographique. Quant à Lucent qui doit intégrer le groupe fin 2006, les engagements de pension sont évalués à hauteur de 31 Md\$ à fin 2005. Ces engagements sont financés avec un surplus de 2.6 Md\$. En revanche, les frais médicaux concernant 114 000 retraités et 68 000 personnes dépendantes sont sous-financés, pour un montant d'environ 5 Md\$ à fin 2005. Lucent cherche à financer une partie de ces derniers via un transfert du surplus des régimes de pension. Mais le résultat de ces démarches dépend des changements législatifs sur les retraites aux États-Unis au cours de l'année 2006. La consolidation de Lucent réduira donc les risques retraites du nouveau groupe mais le fragilise potentiellement en termes de flux liés aux soins en faveur des salariés.

Alstom

Capitalisation boursière (M€)		9 520	
Effectifs à fin 2005		65 238	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005-2006	2004-2005
France	N.A	Actions 50%	Actions 51%
Amérique du Nord	N.A	Obligations 37%	Obligations 37%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A	Immobilier 8%	Immobilier 9%
Allemagne	N.A	Autres 4%	Autres 4%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.72%	4.50%
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.46%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		2.68%	3.00%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Mars 2005	Mars 2006	Mars 2007e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	4 256	4 601	5 118
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 429)	(1 433)	(1 773)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	1 009	1 050	1 448
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(450)	(405)	(325)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(145)	(161)	(150)
Contributions Employeur	(M€)	99	112	112 (*)
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	1 531	1 781	2 442
Dette nette/(cash net)	(M€)	2 363	1 270	431
Marge opérationnelle	(M€)	(66)	727	794

(*) estimation du groupe selon le rapport annuel 2005

Note : La communication du rapport annuel du groupe à fin mars 2006 regroupe tous les avantages du personnel à prestations définies : les retraites financées ou non financées, les indemnités de fin de carrière, la couverture des frais médicaux (aux États-Unis et au Canada), etc... Nous n'avons pas pu faire la séparation entre ces différents régimes par manque d'informations. Le groupe n'a pas communiqué la répartition géographique des salariés. Le groupe a lancé un programme de réduction globale des effectifs concernant 11 500 postes. 90% de cette réduction a été réalisée depuis l'exercice 2003/2004. Ce mécanisme se prolonge sur 2007. Tant les engagements de retraite bruts (1 433 M€) que les provisions sont significatifs par rapport aux fonds propres du groupe (1 781 M€ à fin mars 2006). Dans la même ordre d'idée, le groupe contribue pour des montants significatifs (112 M€) aux fonds, notamment au regard de sa génération de cash-flow (727 M€).

Arcelor

Capitalisation boursière (M€)					25 110
Effectifs à fin 2005					96 256
Niveau d'information sur engagements de retraite					Clair et exhaustif
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	28%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	1%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	10%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Odo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)			5.73%		4.97%
Taux de rendement attendu des placements (*)			8.96%		6.00%
Taux de croissance des salaires (*)			3.88%		3.74%
Échéance moyenne des engagements de retraite					20
Durée moyenne de vie active restante des salariés					12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés					15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies (avant Fusion avec Mittal)				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	2 412	2 384	2 571
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 806)	(1 580)	(1 729)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	173	186	469
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 652)	(1 431)	(1 261)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(155)	(170)	(160)
Contributions Employeur	(M€)	39	49	11
Données financières du groupe (avant Fusion avec Mittal)				
Fonds propres	(M€)	12 227	17 633	20 314
Dette nette/(cash net)	(M€)	2 512	1 257	5 010
Marge opérationnelle	(M€)	3 134	4 376	4 825

Note : L'information d'Arcelor relative à ses engagements de retraite est remarquable par son degré de précision comme par la clarté du propos. Les principales géographies d'exposition sont la France, l'Allemagne, le Luxembourg et le Brésil. Dans ce dernier cas, le financement est en surplus. Les risques, tant en engagements financés que non financés, portent sur la France et l'Allemagne. Outre des taux d'actualisation plus exigeants, le groupe a opté en 2005 et 2006 pour une déduction immédiate des nouveaux écarts actuariels de ses fonds propres, au fil de l'eau. Nos propres hypothèses actuarielles sur 2006 sont influencées par l'exposition du groupe au Brésil. L'inflation salariale est alors perçue comme élevée. La fusion avec Mittal ajouterait des engagements pro forma (fin 2005) à 3 663 M\$, un déficit à 1 051 M\$ et des provisions à 182 M\$ (hors assurances et coûts médicaux).

AXA

Capitalisation boursière (M€)				53 560	
Effectifs à fin 2005				78 800	
Niveau d'information sur engagements de retraite			Suffisant pour projections		
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	23%	Actions	60%	Actions	58%
Amérique du Nord	8%	Obligations	34%	Obligations	33%
Royaume-Uni, Pays-Bas	19%	Immobilier	4%	Immobilier	5%
Allemagne	9%	Autres	2%	Autres	2%
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.40%		4.68%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.99%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.01%		3.22%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	9 573	11 421	11 604
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(3 439)	(4 031)	(3 794)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	38	74	(240)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(5 666)	(6 654)	(4 035)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(266)	(257)	(287)
Contributions Employeur	(M€)	262	333	99
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	31 030	36 839	44 746
Dette nette/(cash net)	(M€)	11 009	10 586	12 786
Marge opérationnelle	(M€)	4 793	5 233	5 952

Note : Dans la communication en 2005, le groupe est amené à faire la distinction (selon les IFRS) entre les actifs de couverture (régimes de financement) et les actifs considérés en tant que "Separate Assets". Ces derniers sont essentiellement investis en contrats d'assurance émis par AXA Equitable. La juste valeur des actifs concernés par les contrats d'assurance était de 2 697 M€ à fin 2005 (2 265 M€ en 2004). Cette différence de traitement comptable, ainsi que la reconnaissance des écarts actuariels non reconnus jusqu'au début 2004 (3.1 Md €), font passer la provision pour engagements de retraite en 2004 de 2 M€ (French GAAP) à 5 666 M€ (IFRS). Le chiffre calculé suivant les mêmes normes pour 2005 passe à 6 654 M€, soit 75% des provisions pour risques et charges. Le montant de la provision pour les retraites des mandataires sociaux s'élève à 29.4 M€. Seuls les engagements de retraite sont pris en compte dans nos projections. Pour les autres engagements assimilés, une provision de 703 M€ a été enregistrée dans le bilan de 2005 (572 M€ pour 2004). Pour les régimes à cotisations définies, des versements de 72 M€ ont été enregistrés en charge au compte de résultats.

BNP Paribas

Capitalisation boursière (M€)					75 188
Effectifs à fin 2005					109 780
Niveau d'information sur engagements de retraite				Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	51%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	14%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		3.91%		4.85%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		7.57%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		4.11%		3.48%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	3 242	3 151	2 567
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(2 014)	(1 416)	(615)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	138	205	-647
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 469)	(1 177)	(1 262)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(158)	10 (*)	(154)
Contributions Employeur	(M€)	176	140	79
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	33 833	37 264	47 291
Dette nette/(cash net)	(M€)	n.a.	n.a.	n.a.
Marge opérationnelle	(M€)	6 273	7 875	9 931

(*) Les charges de retraite négatives enregistrées en 2005 sont liées aux effets de réduction/liquidation de régime (213 M€).

Note : Le groupe ne figurait pas dans nos calculs des exercices précédents en raison du manque d'informations sur les retraites. La plupart des plans à prestations définies à l'étranger sont fermés aux nouveaux entrants (États-Unis, Allemagne, Luxembourg, Royaume-Uni, Irlande, Norvège, Australie). La France expliquerait 72% des engagements à prestations définies. Le reste des engagements s'est concentré au Royaume-Uni et aux États-Unis. Parmi les actifs des plan, 1 231 M€ sont gérés par des sociétés du groupe à fin 2005 (vs actifs globaux de 1 735 M€). Le groupe a transféré une partie des risques à prestations définies en France vers une compagnie d'assurances externe en 2005.

Les taux d'actualisation et de croissance des salaires utilisés en 2005 sont plus prudents que les hypothèses Oddo Securities. Les montants versés au titre des régimes à cotisations définies sont de 286 M€ pour 2005 (275 M€ en 2004). Les provisions se sont élevées à 50 M€ à fin 2005 (45 M€ en 2004) pour les frais de santé, à 171 M€ (201 M€ en 2004) pour les plans de départ volontaire et de préretraite. Concernant les dirigeants du groupe, les valeurs actualisées des engagements (retraites et indemnités à fin de carrière) s'élèvent à 30.47 M€ à fin 2005 (28 M€ en 2004).

Bouygues

Capitalisation boursière (M€)					13 391
Effectifs à fin 2005					115 441
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	57%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	4%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)			3.59%		4.56%
Taux de rendement attendu des placements (*)			3.17%		6.00%
Taux de croissance des salaires (*)			3.21%		3.07%
Échéance moyenne des engagements de retraite					20
Durée moyenne de vie active restante des salariés					12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés					15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	354	438	385
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(291)	(361)	(277)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	6	22	-64
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(247)	(273)	(341)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(30)	(26)	(26)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	19	24
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	4 345	4 984	5 747
Dette nette/(cash net)	(M€)	4 215	2 369	3 203
Marge opérationnelle	(M€)	1 558	1 714	1 832

Note : Bouygues ne figurait pas dans nos calculs pour les années précédentes, faute d'informations suffisantes. La communication sur le sujet retraites s'est améliorée en 2005 mais les fourchettes sur les taux d'actualisation restent larges. Le groupe distingue les indemnités de fin de carrière (251 M€ nets fin 2005) des engagements de pension. Les engagements sont largement centrés en France et concernent Bouygues et ses filiales hors BTP. Les risques liés aux pays anglo-saxons paraissent très réduits. Le groupe possède un régime complémentaire au bénéfice des membres du comité de direction générale. Ce régime a été externalisé auprès d'une compagnie d'assurance. La contribution annuelle versée en 2005 s'est élevée à 3.6 M€

Capgemini

Capitalisation boursière (M€)		5 171			
Effectifs à fin 2005		39 439			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	33%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	14%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	25%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	3%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.85%		5.30%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.95%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.53%		3.70%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 311	2 004	2 132
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(454)	(701)	(717)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	38	259	205
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(411)	(437)	(512)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	(97)	(114)
Contributions Employeur	(M€)	30	57	39
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	2 788	2 992	3 123
Dette nette/(cash net)	(M€)	(286)	(904)	(1 084)
Marge opérationnelle	(M€)	(281)	214	317

Note : Les engagements non financés concernent certains régimes de retraite allemands, les indemnités de fin de carrière en France et en Italie, et les couvertures médicales. Le groupe a intégré pour la première fois les engagements du Royaume-Uni en IFRS. Cette reprise des engagements aboutirait à un déficit supplémentaire de 100 M€ qui devra être "refinancé" sur les 12 prochains mois. La baisse de taux d'actualisation au Royaume-Uni et au Canada et l'adoption d'une nouvelle table de mortalité au Royaume-Uni ont contribué à la hausse des engagements (et des écarts actuariels) en 2005.

Crédit Agricole

Capitalisation boursière (M€)		48 061			
Effectifs à fin 2005		62 112			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	68%	Actions	18%	Actions	18%
Amérique du Nord	2%	Obligations	59%	Obligations	55%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	23%	Immobilier	27%
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.09%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.00%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.00%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 035	1 327	1 255
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(476)	(536)	(444)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(476)	(547)	(444)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(53)	(109)	(58)
Contributions Employeur	(M€)	22	41	0
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	27 651	30 777	34 183
Dette nette/(cash net)	(M€)	n.a.	n.a.	n.a.
Marge opérationnelle	(M€)	2 951	3 884	4 664

Note : Les engagements à prestations définies concernent principalement les indemnités de fin de carrière. Le périmètre de l'information change puisque les données concernent tout le groupe en 2005 contre les seules entités françaises en 2004.

Le groupe n'applique pas la méthode optionnelle du corridor et impute le montant total de la dette actuarielle en provision. Soit une démarche prudente que l'on retrouve dans les taux d'actualisation très bas et des actifs en couverture majoritairement obligataires. L'écart entre ces taux bas et nos hypothèses explique la diminution des déficits dans la projection sur 2006. Les montants en jeu ne sont pas significatifs par rapport à la taille du groupe.

Danone

Capitalisation boursière (M€)				27 611	
Effectifs à fin 2005				88 184	
Niveau d'information sur engagements de retraite				Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	14%	Actions	38%	Actions	N.A.
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	44%	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres		Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securitias (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.00%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		3.87%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.00%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	544	558	523
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(363)	(408)	(235)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	35	93	36
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(328)	(324)	(199)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(36)	(37)	(38)
Contributions Employeur	(M€)	14	11	140
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	4 506	5 621	5 818
Dette nette/(cash net)	(M€)	4 538	3 572	3 148
Marge opérationnelle	(M€)	1 559	1 706	1 918

Note : Les montants en jeu sont modestes par rapport à la taille du groupe. Les engagements ont diminué de 77 M€ suite à la cession de HP Foods en 2005 (et de 224 M€ en 2004 suivant la cession des sociétés Jacobs et Irish Biscuits). Dans notre modèle de projection, nous avons uniquement pris en compte des hypothèses actuarielles pour la France, car celles retenues pour les filiales étrangères font l'objet de fourchettes trop larges. Ainsi, l'évolution du risque de retraite dans ces zones n'a pas été intégrée dans notre projection. La France explique presque 60% des engagements totaux avec 14% des effectifs. À fin 2005, 46% des effectifs des groupes se situent en Asie (dont 26.8% en Chine), par rapport à 36% en Europe. Les engagements de retraite en faveur des mandataires sociaux sont évalués à 39 M€, alors que l'engagement total vis-à-vis des salariés de la société mère (528 cadres) en 2005 était de 205 M€ (non provisionnés en French GAAP).

Dexia

Capitalisation boursière (M€)					21 662
Effectifs à fin 2005					24 418
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	10%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	2%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	3%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	0.5%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Benelux	76%				
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)			4.73%		4.51%
Taux de rendement attendu des placements (*)			4.83%		6.00%
Taux de croissance des salaires (*)			3.98%		3.01%
Échéance moyenne des engagements de retraite					20
Durée moyenne de vie active restante des salariés					12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés					15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	2 307	2 494	2 250
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(815)	(906)	(623)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	241	273	-98
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(574)	(633)	(721)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(110)	(143)	(132)
Contributions Employeur	(M€)	79	85	23
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	13 074	15 700	16 517
Dette nette/(cash net)	(M€)	n.a.	n.a.	n.a.
Marge opérationnelle	(M€)	2 319	2 695	2 729

Note : Dexia ne figurait pas dans nos travaux des années précédentes par manque d'informations. Le groupe a harmonisé ses procédures et hypothèses sur les exercices 2003-2004. L'application des normes IAS 19 a mis en évidence des écarts avec les normes locales de calculs. L'essentiel des salariés étant en Belgique, les risques de Dexia sont définis par le système de ce pays : les hausses de salaires n'avaient pas été prises en compte dans l'évaluation des engagements, et certains engagements n'avaient pas été inclus... Les chiffres dans nos projections concernent non seulement les retraites, mais aussi les autres avantages, puisqu'il est impossible de faire la distinction. Le taux de croissance des salaires appliqué par le groupe en 2005 est plus strict que l'hypothèse Oddo Securities. Le taux d'actualisation utilisé par le groupe est en revanche plus favorable par rapport à notre hypothèse pour 2006. L'ensemble des deux effets explique la légère baisse de déficits estimés sur 2006. Concernant les régimes à cotisations définies, le montant comptabilisé en charge est de 30 M€ en 2005 (31 M€ en 2004). La valeur du plan de pension complémentaire pour les membres du comité exécutif s'élève à 4.8 M€ en 2005.

EADS

Capitalisation boursière (M€)		18 725			
Effectifs à fin 2005		113 210			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	38%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	2%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	13%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	37%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securitities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.00%		4.62%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.50%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.00%		3.19%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	5 198	5 927	5 672
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(4 540)	(5 128)	(4 804)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	659	1 118	587
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(3 876)	(4 006)	(4 217)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(327)	(377)	(408)
Contributions Employeur	(M€)	45	111	63
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	19 343	13 902	15 229
Dette nette/(cash net)	(M€)	(4 058)	(5 489)	(5 099)
Marge opérationnelle	(M€)	2 444	2 852	3 187

Note : Les engagements de retraites de BAe Systems, dont la valeur actualisée était de 4 569 M€ à fin 2005, constituent toujours une source d'incertitude. La sortie de BAe Systems de la coentreprise Airbus SAS pourrait accélérer un reversement à 100% des risques pour EADS (la quote-part estimée par Oddo Securitities est de 850 M€), alors qu'à la date d'aujourd'hui les risques afférents aux salariés anglais sont couverts par BAe Systems jusqu'en 2011. La sortie de BAe du capital d'Airbus pourrait donc se traduire par une augmentation des obligations d'Airbus et donc de EADS. Les hypothèses du groupe en 2005 sont plus prudentes que celles de Oddo Securitities, ce qui explique la diminution de la valeur d'engagements projetée sur 2006. La valeur des engagements de retraite pour les membres du comité exécutif s'élève à 18 M€ (déjà inclus dans les engagements globaux communiqués par le groupe).

EDF

Capitalisation boursière (M€)		83 255			
Effectifs à fin 2005		161 560			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	77%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	3%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	7%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	5%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.25%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.00%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.63%		3.36%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	19 651	22 423	25 178
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(12 405)	(17 113)	(16 190)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	2 541	4 549
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(12 405)	(14 572)	(11 640)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	(1 571)	(1 226)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	778	0
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	9 335	20 140	23 300
Dette nette/(cash net)	(M€)	19 678	18 591	14 296
Marge opérationnelle	(M€)	4 938	8 078	8 881

Note : EDF fait l'objet d'un développement en annexe (page 73). Les régimes de retraite à prestations définies concernent principalement les filiales anglaises, allemandes et italiennes, et les entreprises françaises. Pour ces dernières, une réforme des régimes IEG intervenue à fin 2004 a transféré une partie des engagements vers les régimes publics, en contrepartie de soultes (traitées comme de la dette pour l'entreprise) et de contributions (financées par une taxe créée pour l'occasion (CTA) ajoutée à la facture des consommateurs). Les engagements résiduels pour EDF S.A. étaient de 13.9 Md€ à fin 2004, auxquels s'ajoutaient les dettes relatives aux soultes et contributions de maintien de droit constatées en 2004, pour 3.7 Md€. Ces versements étant payés en 2005, nous les avons exclus dans les projections sur 2006, ce qui explique la différence entre les provisions à fin 2005 et 2006. En complément des retraites, d'autres avantages du personnel postérieurs à l'emploi (y compris les indemnités de fin de carrière) s'élèvent à 3.1 Md€ à fin 2004. (3.4 Md€ en 2005). Le taux d'actualisation appliqué en 2005 est prudent. Mais l'hypothèse de croissance des salaires est très basse.

Les engagements de retraite portés par EDF sont considérables, en valeur absolue, à environ 22.4 Md€ (hors paiement des soultes) et des provisions constituées de l'ordre de 14.6 Md€. Les chiffres sont 2.5 à 3 fois supérieurs à ceux des autres principales valeurs en risque du CAC 40 (AXA et Total). Le montant des contributions en 2005 est tout aussi considérable (778 M€).

Essilor

Capitalisation boursière (M€)		7 957			
Effectifs à fin 2005		26 534			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	14%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	35%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.91%		5.02%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.90%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.60%		3.62%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004(**)	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	146	164	208
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(100)	(115)	(151)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	13	17	48
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(81)	(91)	(103)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(18)**	(12)	(13)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	3	3
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	1 344	1 688	1 932
Dette nette/(cash net)	(M€)	(34)	(53)	(104)
Marge opérationnelle	(M€)	339	393	450

(**) Par manque d'informations sur l'exercice 2004 en IFRS, nous avons retenu dans le tableau ci-dessus les chiffres en French GAAP, selon le rapport annuel 2004.

Note : Les engagements de retraite concernent la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. En Suède, Essilor participe à un régime multi employeurs à prestations définies. Comme l'assureur en charge de la gestion ne pouvait pas déterminer la part d'Essilor dans ce régime, l'engagement a été traité comme un régime à cotisations définies selon le rapport annuel 2005. Les engagements de retraite et indemnités de fin de carrière en faveur des mandataires sociaux s'élèvent à 4.7 M€ à fin 2005. Ces engagements font partie des régimes collectifs du groupe et sont en grande partie couverts par des fonds externalisés auprès des compagnies d'assurance. Les engagements de retraite en faveur des cadres français (900 personnes) portent sur environ 33 M€ à comparer aux engagements totaux groupe de 164 M€ à fin 2005.

France Télécom

Capitalisation boursière (M€)		41 492			
Effectifs à fin 2005		203 008			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	60%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.00%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.00%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.50%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 018	1 113	953
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(852)	(909)	(734)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	56	130	-72
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(747)	(744)	(806)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(37)	(81)	(97)
Contributions Employeur	(M€)	24	42	10
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	17 683	28 438	30 977
Dette nette/(cash net)	(M€)	49 822	47 846	43 346
Marge opérationnelle	(M€)	8 751	11 267	10 369

Note : Pour les fonctionnaires en France (environ 40% de l'effectif moyen), l'obligation de France Télécom se limite au versement d'une contribution libératoire annuelle vers le régime administré par l'État. Cependant, le groupe a mis en place une procédure d'aide au départ en préretraite couverte par une provision de 2.9 Md€. Cette procédure étant ouverte jusqu'à 2006, nous avons opté pour une exclusion de ce risque des encours actuariels dans la mesure où l'équation économique et la provision correspondante seront totalement cernées à la fin de cet exercice. Dans nos calculs précédents, ce risque était intégré. Plus de 90% des engagements à prestations définies se trouvent en France. La partie financée, soit les régimes en rente, explique moins de 10% des engagements totaux. La partie non financée concerne les régimes en capital, les médailles de travail et autres avantages à long terme. Le groupe a uniquement communiqué sur les hypothèses utilisées pour les entités françaises. La charge pour les engagements à cotisations définies s'élève à 1 228 M€ en 2005 (1 237 M€ en 2004). La somme provisionnée pour les avantages retraites au bénéfice des membres du Comité Exécutif (9 personnes) s'élève à 18 M€. À noter un durcissement sensible des conditions d'actualisation en 2005. Nos propres hypothèses sur 2006 étant plus accommodantes, elles débouchent sur une réduction des déficits anticipés.

Gaz de France

Capitalisation boursière (M€)					27 676
Effectifs à fin 2005					52 958
Niveau d'information sur engagements de retraite					Clair et exhaustif
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	64%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	3%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	3%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)			4.25%		4.50%
Taux de rendement attendu des placements (*)			4.70%		6.00%
Taux de croissance des salaires (*)			3.00%		3.00%
Échéance moyenne des engagements de retraite					20
Durée moyenne de vie active restante des salariés					12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés					15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 784	1 562	1 632
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	43	140	171
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	43	140	171
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	(95)	(76)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	112	0
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	11 210	14 803	16 434
Dette nette/(cash net)	(M€)	4 468	2 993	2 133
Marge opérationnelle	(M€)	2 328	2 784	3 490

Note : La valeur enregistrée des engagements de retraite à fin 2004 correspond à l'intégralité des retraites après prise en compte de la réforme des industries "IEG" (ce sujet important et complexe fait l'objet de complément d'information à page 73), ainsi que de la quote-part de Gaz de France dans les frais de gestion de la Caisse Nationale des IEG et un ajustement au titre des départs dérogatoires. L'impact de cette réforme en application de la loi du 9 août 2004, soit 11 817 M€(!), a été comptabilisé en capitaux propres en 2004. Au cours de l'exercice 2005, l'évolution de la valeur des engagements est principalement liée au paiement des contributions exceptionnelles, forfaitaires et libératoires, pour un montant de 372 M€ La valeur des actifs de couverture a diminué pour le même montant. Par ailleurs, le groupe enregistre une provision de 1 070 M€ en 2005 pour les autres avantages envers le personnel (y compris les indemnités de fin de carrière et les médailles de travail). Après les ajustements de grande ampleur de 2004, Gaz de France boucle 2005 avec un surplus de financement de ses engagements de retraite résiduels. Une situation rare.

Lafarge

Capitalisation boursière (M€)		17 018	
Effectifs à fin 2005		80 146	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	12%	Actions 66%	Actions 66%
Amérique du Nord	21%	Obligations 30%	Obligations 31%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier N.A.	Immobilier 2%
Allemagne	N.A.	Autres N.A.	Autres 2%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.95%	5.35%
Taux de rendement attendu des placements (*)		7.58%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		4.42%	4.24%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	4 358	5 207	4 818
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 154)	(1 253)	(697)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	91	232	(382)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 089)	(1 059)	(1 079)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(98)	(110)	(132)
Contributions Employeur	(M€)	127	128	40
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	9 901	12 329	12 056
Dette nette/(cash net)	(M€)	6 762	7 007	10 209
Marge opérationnelle	(M€)	2 201	2 357	2 831

Note : Les principaux régimes de retraite à prestations définies sont situés au Royaume-Uni (59% des obligations) et en Amérique du Nord (24% des obligations). Le groupe communique des informations sur les engagements non financés depuis 2004. En Allemagne, les régimes à prestations définies ont été fermés aux nouveaux entrants en 2001 et remplacés par des plans majoritairement à cotisations définies. Les expositions résiduelles sont traitées comme des risques "non financés", une évolution par rapport à 2004. Les contributions employeur de 128 M€ en 2005 comprennent 48 M\$ de versement exceptionnel auprès des fonds américains; et 18 M£ auprès des fonds britanniques. Les déficits projetés seront allégés en 2006, en raison de notre hypothèse de taux d'actualisation en hausse par rapport à ceux utilisés par le groupe en 2005. De fait, Lafarge a très sensiblement revu en baisse ses taux d'actualisation entre 2004 et 2005. Les provisions pour autres avantages postérieurs à l'emploi ont été de 256 M€ à fin 2005 (234 M€ en 2004)

Lagardère

Capitalisation boursière (M€)		7 771	
Effectifs à fin 2005		48 245	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	N.A	Actions 46%	Actions 49%
Amérique du Nord	N.A	Obligations 36%	Obligations 42%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A	Immobilier 3%	Immobilier 0%
Allemagne	N.A	Autres 3%	Autres 3%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.18%	4.50%
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.84%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		3.36%	3.00%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	306	340	314
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(149)	(159)	(122)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	7	17	(28)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(142)	(142)	(151)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(15)	(21)	(20)
Contributions Employeur	(M€)	10	13	5
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	4 163	4 461	4 963
Dette nette/(cash net)	(M€)	433	863	706
Marge opérationnelle	(M€)	825	896	1 027

Note : Pour nos calculs, nous avons retenu le périmètre du groupe Lagardère hors EADS. En effet, la participation dans ce dernier ayant été réduite début 2006 et ayant vocation à être cédée, la consolidation proportionnelle des engagements de retraite d'EADS perd sa pertinence économique. Pour information, le groupe provisionne "son" exposition retraites EADS pour environ 600 M€

Les engagements pleinement consolidés par Lagardère portent sur 340 M€ avec un déficit brut de 159 M€

L'Oréal

Capitalisation boursière (M€)		48 771			
Effectifs à fin 2005		52 403			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	23%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	18%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.50%		4.95%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.40%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		4.50%		3.59%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	2 178	2 543	2 095
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 142)	(1 241)	(729)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	147	280	(333)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(996)	(961)	(1 062)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(100)	(134)	(151)
Contributions Employeur	(M€)	133	150	13
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	11 825	14 657	14 906
Dette nette/(cash net)	(M€)	1 568	2 113	2 923
Marge opérationnelle	(M€)	1 963	2 275	2 550

Note : L'Oréal adopte en 2005 des termes d'actualisation prudents. Les bases 2004 semblent avoir été revues dans le même esprit. Les projections Oddo Securities étant fondées sur des critères d'actualisation moins rigoureux, les déficits projetés à 2006 sont en recul et le groupe afficherait des gains actuariels.

LVMH

Capitalisation boursière (M€)		35 435	
Effectifs à fin 2005		61 088	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	31%	Actions 46%	Actions 37%
Amérique du Nord	21%	Obligations 47%	Obligations 53%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A	Immobilier et autres 7%	Immobilier et autres 10%
Allemagne	N.A		
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.16%	4.49%
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.53%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		3.25%	3.27%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	554	607	585
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(267)	(264)	(246)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	(6)	(8)	(49)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(259)	(260)	(296)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(74)	(29)	(44)
Contributions Employeur	(M€)		13	8
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	8 675	10 484	12 024
Dette nette/(cash net)	(M€)	5 283	4 318	3 123
Marge opérationnelle	(M€)	2 173	2 522	3 195

Note : Les engagements à prestations définies se trouvent surtout en Europe (70% des montants totaux à fin 2005) et aux États-Unis (19%). Ils concernent principalement des médailles de travail en France, les indemnités de fin de carrière en France, en Italie, les frais médicaux des retraités au Royaume-Uni et aux États-Unis. Tous les types de régime ont été réunis dans la communication du rapport annuel, et donc inclus dans nos projections. Les montants concernés sont accessoires par rapport aux ressources du groupe.

Michelin

Capitalisation boursière (M€)		6 920			
Effectifs à fin 2005		119 030			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Clair et exhaustif			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	24%	Actions	57%	Actions	60%
Amérique du Nord	20%	Obligations	36%	Obligations	40%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		5.07%		5.30%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		7.36%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.10%		3.65%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	5 424	6 490	7 087
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 458)	(1 699)	(2 094)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	388	662	991
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 073)	(1 039)	(1 104)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(166)	(102)	(161)
Contributions Employeur	(M€)	212	174	76
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	4 677	4 527	5 047
Dette nette/(cash net)	(M€)	3 223	4 084	4 241
Marge opérationnelle	(M€)	1 264	1 780	1 151

Note : Les principaux pays ayant des régimes à prestations définies sont les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni. Depuis 2004, ces régimes sont progressivement fermés aux nouveaux salariés. Le groupe a baissé le taux d'actualisation d'à peu près 50 pb en 2005 par rapport à 2004. Les engagement concernant la couverture médicale (deux tiers en Amérique du Nord et presque un tiers en Europe) s'élèvent à 1 933 M€ fin 2005. Notre projection de déficits retraites sur 2005 a été 340 M€ au-dessus des chiffres publiés, principalement en raison de l'écart entre les taux de croissance de salaires appliqués et notre propre hypothèse (50 pb au-dessus du taux retenu en 2005).

Pernod Ricard

Capitalisation boursière (M€)		15 484			
Effectifs à fin 2005		12 304			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	22%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	10%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		5.05%		5.09%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.31%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.31%		3.91%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies (hors consolidation Allied Domecq)				
		Jun 2004	Jun 2005	Jun 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	393	529	619
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(172)	(229)	(311)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	-6	51	106
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(180)	(181)	(205)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(28)	(43)	(40)
Contributions Employeur	(M€)	18	35	1
Données financières du groupe (y compris Allied Domecq à partir de juin 2005)				
Fonds propres	(M€)	2 565	5 115	5 683
Dette nette/(cash net)	(M€)	2 158	6 237	6 300
Marge opérationnelle	(M€)	728	1 259	1 543

Note : La clôture de l'exercice étant déplacée à juin à partir de 2005, le rapport annuel 2005 communique les résultats 18 mois. Les exercices 2004 et 2005 ne sont donc pas comparables. L'exercice à fin 2005 intègre Seagram mais pas Allied Domecq, opération finalisée en juin 2006. L'exercice à fin juin 2006 ne sera publié qu'en septembre 2006. L'information historique est donc difficilement exploitable au regard de la configuration 2006 du groupe. Les engagements financés à juin 2005 sont principalement les retraites aux États-Unis, en Irlande, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas ; ainsi que les retraites complémentaires en France. Les engagements non financés concernent essentiellement les indemnités de fin de carrière en France et les frais médicaux aux États-Unis. Nous n'avons pas pu isoler ces derniers dans notre projection, car ils n'ont pas été séparés des retraites dans la publication par l'entreprise. L'intégration d'Allied Domecq conduirait à un accroissement des déficits de retraite de l'ordre de 560 M€ (évalués à fin août 2004), soit environ 800 M€ à comparer à un chiffre de 230 M€ avant consolidation d'Allied Domecq. La déconsolidation partielle de certains actifs de ce dernier prévue pendant l'exercice 2005-2006 rend difficile tout travail de projection autour du nouveau Pernod Ricard.

PSA

Capitalisation boursière (M€)		9 551			
Effectifs à fin 2005		208 500			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	60%	Actions	48%	Actions	N.A.
Amérique du Nord	3%	Obligations	52%	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.49%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.04%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		n.a.		3.64%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	3 876	4 135	4 226
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(1 095)	(1 098)	(1 053)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	(133)	(5)	(72)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(1 228)	(1 103)	(1 125)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(123)	43	(95)
Contributions Employeur	(M€)	284	88	73
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	13 356	13 940	14 299
Dette nette/(cash net)	(M€)	(1 428)	(381)	(1 031)
Marge opérationnelle	(M€)	2 550	1 589	986

Note : Les engagements de retraite et d'indemnités de départ du groupe se trouvent principalement en France (44% des engagements totaux), au Royaume-Uni (43%) et en Allemagne (7%). Le groupe a réduit ses engagements à prestations définies en France en 2002 et 2005. Les décisions comprennent la fermeture des régimes, le transfert des engagements précédents vers les compagnies d'assurance, ou de nouveaux régimes à cotisations définies. Cependant, une partie des engagements ont été maintenus dans le régime à prestations définies. Ceci concerne des employés âgés à la date du transfert et les cadres dirigeants. Concernant les autres avantages, les engagements de médailles du travail (60 M€ à fin 2005) et les frais médicaux principalement américains (31 M€ en 2005) sont entièrement provisionnés. Les informations sur le sujet retraites sont complètes dans le rapport annuel 2005. Mais le groupe n'a pas communiqué l'hypothèse de croissance des salaires. PSA fait partie des premiers groupes à avoir mis en place des conventions d'assurance pour couvrir ses engagements de retraite. Les normes IFRS avaient cependant conduit le groupe à reconnaître que ces conventions n'étaient pas de nature à transférer le risque. Les importantes contributions aux fonds observées en 2004 (284 M€) refluent sensiblement en 2005 (88 M€).

PPR

Capitalisation boursière (M€)		12 273			
Effectifs à fin 2005		84 316			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	51%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	7%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.50%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.70%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.89%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	471	539	581
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(259)	(290)	(324)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(248)	(279)	(324)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	(35)	(38)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	25	11
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	7 619	8 134	8 453
Dette nette/(cash net)	(M€)	5 271	4 650	4 757
Marge opérationnelle	(M€)	1 094	1 074	1 219

Note : Les régimes à prestations définies concernent principalement des indemnités de fin de carrière et des médailles de travail en France, des régimes supplémentaires de rente de type additif au Royaume-Uni, des indemnités de rupture légale (TFR) en Italie, et des retraites complémentaires obligatoires (LPP) en Suisse. Le groupe n'a pas d'obligation au titre des coûts médicaux. Le groupe a retenu l'option de comptabiliser les gains et les pertes actuariels directement en capitaux propres dans l'exercice. En 2005, le montant comptabilisé à ce titre s'élève à 17.9 M€ (18.6 M€ sur 2004). Par manque d'informations sur la répartition des engagements (et des effectifs) dans la zone Europe de l'Ouest, nous avons seulement pris en compte les hypothèses actuarielles de la France dans nos projections.

Publicis

Capitalisation boursière (M€)		5 806	
Effectifs à fin 2005		38 610	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	10%	Actions 61%	Actions 65%
Amérique du Nord	31%	Obligations 37%	Obligations 31%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier 0.2%	Immobilier 3%
Allemagne	N.A.	Autres 2%	Autres 2%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		5.07%	5.01%
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.85%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		3.82%	3.60%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	435	502	503
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(217)	(241)	(228)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	12	41	22
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(205)	(200)	(206)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(61)	(64)	(29)
Contributions Employeur	(M€)	30	14	21
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	1 660	2 105	2 465
Dette nette/(cash net)	(M€)	579	157	54
Marge opérationnelle	(M€)	336	593	708

Note : Plus de 45% des engagements à prestations définies se situent aux États-Unis (y compris les frais médicaux). Ceci explique l'utilisation de taux d'actualisation relativement élevés. Le reste des engagements concerne la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne et les Pays-Bas. Le montant de provisions sur la couverture médicale était de 43 M€ à fin 2005 (37 M€ en 2004). Nous n'avons pas pris en compte ces engagements dans nos projections. Les engagements non financés inclus dans nos calculs concernent les autres avantages à long terme. Le montant global provisionné pour les avantages postérieurs à l'emploi et autres avantages à long terme au bénéfice des dirigeants s'élève à 16 M€ à fin 2005 (18 M€ à fin 2004).

Renault

Capitalisation boursière (M€)		24 633			
Effectifs à fin 2005		126 584			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	55%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.00%		4.50%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.00% (**)		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.00%		3.00%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

(**) Estimation Oddo Securities

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 097	1 287	1 402
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(867)	(1 040)	(1 129)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	30	130	94
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(855)	(925)	(1 035)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(97)	(131)	(131)
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	N.A.	6
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	16 444	19 661	21 725
Dette nette/(cash net)	(M€)	541	2 252	1812
Marge opérationnelle	(M€)	2 148	1 514	895

Note : Plus de 80% des engagements de retraite et assimilés du groupe se trouvent en France et en Espagne. Il s'agit principalement des indemnités de fin de carrière. Nissan, dans lequel Renault détient une participation de 44.4%, a finalisé en mars 2005 le transfert à l'État japonais d'une partie de ses engagements de retraite. Cette opération a été traitée, dans la quote-part de Renault, comme une reprise de provision qui vient accroître le résultat et donc les fonds propres. L'impact positif sur le résultat net de Renault en 2005 était de 450 M€ après impôts. Le gros des plans étant français, il n'est pas financé, ce qui se retrouve dans la structure du déficit. Le taux d'actualisation retenu par le groupe (4%) concerne uniquement la France. Il est prudent.

Saint-Gobain

Capitalisation boursière (M€)					19 798
Effectifs à fin 2005					199 630
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	25%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	10%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	14%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	6%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.67%		4.81%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		7.91%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.96%		3.37%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	6 069	8 931	10 003
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(2 567)	(3 158)	(3 655)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	-30	345	710
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(2 621)	(2 851)	(2 945)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(240)	(242)	(245)
Contributions Employeur	(M€)	236	331	114
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	10 910	12 593	13 786
Dette nette/(cash net)	(M€)	6 218	12 850	11 506
Marge opérationnelle	(M€)	2 418	2 554	3 420

Note : L'intégration du groupe BPB se traduit par une augmentation du montant des engagements de 1 460 M€ et des actifs de couverture de 1 441 M€. Les engagements à prestations définies concernent les indemnités de fin de carrière en France, et les retraites dans d'autres pays d'Europe et en Amérique du Nord. Aux Pays-Bas, les plans de retraite à prestations définies sont plafonnés. Au-delà du plafond, ils deviennent des plans à cotisations définies. Concernant l'externalisation des engagements des sociétés espagnoles auprès de compagnies d'assurance, une provision de 166 M€ a été enregistrée correspondant au montant des versements futurs. Les médailles de travail et avantages assimilés ne sont pas intégrés dans nos calculs. Le groupe provisionne pour la couverture médicale (américaine) et autres avantages au personnel à long terme pour un montant de 149 M€ à fin 2005. (114 M€ en 2004). Nos anticipations sur l'inflation salariale étant supérieures à celles du groupe, nos projections 2006 tendent à accroître le déficit prévisionnel. Cette tendance est cependant atténuée par le taux d'actualisation du groupe qui a été revu nettement en baisse et qui est inférieur à notre hypothèse. Les contributions du groupe sont en valeur absolue sur des niveaux élevés (331 M€ en 2005 vs 236 M€ en 2004). On peut également observer que la charge annuelle des retraites est proche de 12% du résultat avant impôts.

Sanofi-aventis

Capitalisation boursière (M€)					96 822
Effectifs à fin 2005					97 181
Niveau d'information sur engagements de retraite				Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	29%	Actions	48%	Actions	59%
Amérique du Nord	17%	Obligations	41%	Obligations	40%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	1%	Immobilier	1%
Allemagne	10%	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.58%		4.75%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.65%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.23%		3.20%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	8 225	9 425	9 246
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(3 713)	(4 075)	(3 721)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	389	762	295
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(3 248)	(3 252)	(3 426)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(140)	(288)	(357)
Contributions Employeur	(M€)	79	332	139
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	41 523	46 826	52 310
Dette nette/(cash net)	(M€)	13 554	9 615	4 408
Marge opérationnelle	(M€)	7 681	9 119	10 038

Note : Rappelons que l'ancien Aventis (6.9 Md€ d'engagement vs 4 Md€ d'actifs) est à l'origine de l'essentiel des engagements de retraite de Sanofi-aventis d'aujourd'hui, notamment via l'Allemagne (partie non financée). Aventis est intégré depuis août 2004 dans les comptes du groupe. Les provisions au titre d'autres avantages sociaux postérieurs à l'emploi était de 211 M€ en 2005 (172 M€ en 2004). Par ailleurs, les charges de retraite à cotisations définies étaient de 166 M€ en 2005. Ces engagements ne sont pas inclus dans nos projections. On notera, en 2005, un niveau absolu de contribution élevé à 332 M€, lié au changement de périmètre certes, mais qui représente, au total, une forte proportion du déficit des engagements financés. Les engagements de retraite supportés par la structure maison mère sont de 448 M€ (vs 248 M€ à fin 2004).

Schneider

Capitalisation boursière (M€)		18 758			
Effectifs à fin 2005		88 670			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	N.A.(**)	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	24%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.90%		4.87%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		8.20%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.30%		3.43%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

(**) 49% des effectifs du groupe se trouvent en Europe.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 666	1 994	2 103
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(522)	(598)	(640)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(521)	(600)	(640)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(49)	(48)	(65)
Contributions Employeur	(M€)	18	34	12
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	7 476	8 338	8 939
Dette nette/ (cash net)	(M€)	490	1 624	1 569
Marge opérationnelle	(M€)	1 286	1 565	1 953

Note : Les engagements de retraite du groupe concernent principalement les filiales nord-américaines et européennes et sont essentiellement des régimes à prestations définies. 95% de ces engagements sont en régimes financés. Concernant les régimes de retraite à cotisations définies, le montant versé en 2005 est de 32.3 M€ Par ailleurs, les autres avantages postérieurs à l'emploi et avantages à long terme sont provisionnés à hauteur de 593 M€ en 2005 (505 M€ en 2004). Les écarts actuariels, (principalement américains, canadiens et anglais) ont été intégralement comptabilisés dans les "autres réserves" au bilan. Ce traitement comptable permet d'alléger les charges de retraite futures à hauteur du montant d'amortissement annuel. L'option comptable de reconnaissance dans le bilan de la totalité des nouveaux écarts actuariels est plus exigeante que la procédure d'amortissement (méthode "corridor") généralement employée.

Société Générale

Capitalisation boursière (M€)		56 129			
Effectifs à fin 2005		103 555			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	54%	Actions	37%	Actions	42%
Amérique du Nord	3%	Obligations	47%	Obligations	43%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		3.93%		4.78%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.82%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.90%		3.33%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	2 434	2 847	2 784
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(630)	(874)	(632)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	30	120	-137
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(780)	(870)	(769)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(150)	(192)	(120)
Contributions Employeur	(M€)	44	46	19
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	19 534	22 566	25 967
Dette nette/(cash net)	(M€)	N.A.	N.A.	N.A.
Marge opérationnelle	(M€)	4 775	6 563	7 972

Note : Le groupe affiche 98 régimes de retraite dans 33 pays. 85% de la valeur des engagements est concentrée sur dix régimes qui se situent en France, en Allemagne, au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Suisse. Nos projections sur 2006 comprennent seulement les retraites et les médailles de travail. Les hypothèses appliquées par le groupe en 2005 ne sont indiquées qu'au travers d'une fourchette large dont le point milieu paraît bas. L'écart entre ces taux moyens par rapport à nos hypothèses 2006 laisse entrevoir des gains actuariels significatifs pour les projections sur 2006. Société Générale se distingue, par ailleurs, en fournissant un tableau de sensibilité aux taux d'actualisation.

STMicroelectronics

Capitalisation boursière (M€)					11 451
Effectifs à fin 2005					50 000
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	21%	Actions	61%	Actions	57%
Amérique du Nord	6%	Obligations	37%	Obligations	39%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	2%	Immobilier	2%
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	2%
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.54%		4.64%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.34%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.75%		3.17%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	286	323	306
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(105)	(129)	(98)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	60	77	29
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(49)	(56)	(68)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(29)	(24)	(25)
Contributions Employeur	(M€)	19	16	9
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	9 158	9 318	9 912
Dette nette/(cash net)	(M€)	8	(636)	(896)
Marge opérationnelle	(M€)	757	372	899

Note : La communication du groupe est conforme aux normes comptables américaines. La valeur absolue des engagements à prestations définies est très limitée. Les indemnités de départ pour les effectifs italiens sont provisionnées séparément, pour un montant de 182 M€ Les coûts annuels pour les engagements de retraite à cotisations définies se sont élevés à 42 M€ en 2005 (29 M€ en 2004).

Suez

Capitalisation boursière (M€)		41 607	
Effectifs à fin 2005		157 650	
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements	
		2005	2004
France	39%	Actions 33%	Actions 30%
Amérique du Nord	N.A.	Obligations 42%	Obligations 47%
Royaume-Uni, Pays-Bas	3%	Immobilier 6%	Immobilier 6%
Allemagne	5%	Autres 19%	Autres 17%
Hypothèses actuarielles			
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.50%	4.59%
Taux de rendement attendu des placements (*)		5.80%	6.00%
Taux de croissance des salaires (*)		3.90%	3.12%
Échéance moyenne des engagements de retraite			20
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	5 166	5 469	4 573
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(2 787)	(2 908)	(2 038)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	102	319	(572)
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(2 674)	(2 579)	(2 609)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(36)	(193)	(215)
Contributions Employeur	(M€)	509	328	194
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	13 008	19 089	20 811
Dette nette/(cash net)	(M€)	11 695	13 809	13 068
Marge opérationnelle	(M€)	3 469	3 093	4 264

Note : Les déficits se trouvent principalement en Europe. Les régimes belges (62% du total des engagements) sont contraignants : 75% du dernier salaire pour les prestations définies et rémunération de l'épargne à 3.25% minimum pour les cotisations définies. De plus, une partie de ces derniers engagements dont les cotisations sont versées depuis le 01/01/2004 seront considérés comme un plan à prestations définies. Pour ses activités françaises, Suez est soumis au régime des IEG renégocié dans le cadre de la procédure de privatisation d'EDF. L'application de la Loi du 9 août 2004 a externalisé des engagements IEG passés vers les régimes publics. Les engagements résiduels doivent toutefois être financés et donc provisionnés par Suez à partir de 2005. L'impact sur le résultat net part du groupe a été de 31.7 M€ pour 2005. Les "autres engagements" (régime de prévoyance, gratuits, médailles de travail et autres avantages postérieurs à l'emploi) n'ont pas été inclus dans nos calculs. La provision pour ces engagements est de 883.7 M€ fin 2005. Le montant global des engagements de retraite provisionné dans les comptes fin 2005 au bénéfice des 15 membres du Comité Exécutif s'élève à 14.7 M€. Les hypothèses actuarielles appliquées par le groupe sont prudentes. En particulier, l'écart entre son taux de croissance des salaires (3.9%) et notre hypothèse sur 2006 (3.12%) a contribué à la forte diminution des déficits bruts.

Thomson

Capitalisation boursière (M€)		3 272			
Effectifs à fin 2005		66 676			
Niveau d'information sur engagements de retraite		Suffisant pour projections			
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	N.A.(**)	Actions	55%	Actions	58%
Amérique du Nord	18%	Obligations	45%	Obligations	39%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.44%		4.96%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.38%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.11%		3.59%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

(**) 14% des effectifs du groupe se trouvent en Europe.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	668	681	689
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(489)	(498)	(473)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(494)	(494)	(473)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(65)	(33)	(40)
Contributions Employeur	(M€)	16	26	35 (*)
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	2 690	2 216	2 356
Dette nette/(cash net)	(M€)	595	1 326	1 209
Marge opérationnelle	(M€)	304	382	460

(*) Estimation du groupe selon le rapport annuel 2005.

Note : Les engagements à prestations définies concernent les compléments de retraites aux États-Unis, les retraites privées non financées en Allemagne (300 M€), les indemnités de fin de carrière en France (71 M€) et un plan de retraite au Royaume-Uni. Les régimes multi employeurs à prestations définies sont comptabilisés comme régimes à cotisations définies, du fait que l'information sur la quote-part individuelle n'est pas disponible pour chaque membre du plan. Un risque difficilement quantifiable subsiste donc. Le groupe adopte l'option de IAS 19 révisé et comptabilise en situation nette la totalité des pertes/gains actuariels de la période. Les soins médicaux américains, qui ne sont pas inclus dans nos projections, sont provisionnés à hauteur de 445 M€ en 2005 (356 M€ en 2004). Certains droits à remboursement concernant les soins médicaux sont attendus de l'administration fédérale américaine. Un montant de 65 M€ est reconnu ainsi à l'actif du bilan en 2005 (43 M€ en 2004). Le montant provisionné pour les retraites et avantages au bénéfice des dirigeants s'élève à 2.03 M€ à fin 2005 (1.7 M€ en 2004).

Total

Capitalisation boursière (M€)				119 420	
Effectifs à fin 2005				112 877	
Niveau d'information sur engagements de retraite			Suffisant pour projections		
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	43%	Actions	46%	Actions	44%
Amérique du Nord	N.A.	Obligations	48%	Obligations	50%
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	3%	Immobilier	3%
Allemagne	N.A.	Autres	3%	Autres	3%
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)	Hypothèses Oddo Securities (%)		
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.51%	5.25%		
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.57%	6.00%		
Taux de croissance des salaires (*)		3.63%	4.20%		
Échéance moyenne des engagements de retraite			20		
Durée moyenne de vie active restante des salariés			12		
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés			15		

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	8 117	9 647	9 568
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(2 755)	(3 373)	(3 096)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	127	777	356
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(2 530)	(2 430)	(2 740)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(299)	(289)	(276)
Contributions Employeur	(M€)	414	323	33
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	31 608	41 283	46 414
Dette nette/(cash net)	(M€)	10 909	13 094	13 031
Marge opérationnelle	(M€)	16 686	24 047	28 769

Note : Les montants des engagements à prestations définies sont importants en valeur absolue, mais pèsent peu par rapport à la taille du groupe. Les autres engagements sociaux, concernant principalement des frais médicaux, sont provisionnés à hauteur de 718 M€ à fin 2005 (666 M€ en 2004). Les effectifs sont communiqués par répartition entre la France, l'Europe et le reste du monde. Nous avons basé nos hypothèses pour 2006 sur cette répartition. Les avantages dont bénéficient les principaux dirigeants concernent des indemnités versées au moment du départ en retraite et de prévoyance qui représentent un engagement de 108.9 M€ à fin 2005, et une charge comptabilisée de 9.2 M€. La contribution employeur à 323 M€ reste sur des niveaux absolus et relatifs très élevés après 414 M€ en 2004. Notre taux d'actualisation pour 2006 est élevé tout comme le taux d'inflation salariale en raison de la forte proportion de salariés situés en "reste du monde".

Veolia Environnement

Capitalisation boursière (M€)					16 858
Effectifs à fin 2005					271 153
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	39%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	10%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.45%		5.06%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.30%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.30%		3.91%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 103	1 457	1 521
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(389)	(590)	(598)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	0	0
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(355)	(560)	(598)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(65)	(63)	(66)
Contributions Employeur	(M€)	40	64	20
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	5 022	5 678	6 221
Dette nette/(cash net)	(M€)	10 452	13 871	15 253
Marge opérationnelle	(M€)	1 363	1 903	2 169

Note : Les engagements à prestations définies sont essentiellement relatifs aux régimes de retraite localisés au Royaume-Uni (47% des engagements totaux) et aux indemnités de fin de carrière en France (25% des engagements totaux). Les plans de retraite multi employeurs sont comptabilisés comme des régimes à contributions définies par manque d'informations pour la répartition des engagements entre les différents employeurs. Cette partie des engagements concerne environ 16 550 salariés qui se trouvent en Suède, en Allemagne et aux Pays-Bas. La dépense correspondante est de 18.4 M€ en 2005. Les dépenses pour les autres régimes de retraite à contributions définies étaient de 37.1 M€ Par ailleurs, les autres avantages postérieurs à l'emploi (principalement des régimes d'assurance aux États-Unis et en France) sont provisionnés à hauteur de 17.4 M€ à 2005. Le groupe a imputé tous les écarts actuariels sur les engagements en situation nette selon la nouvelle option d'IAS 19. Cette opération permettrait d'alléger la charge de retraite sur les futurs exercices. On notera la forte progression des engagements en 2005 (+20%) par rapport à 2004 en raison de la sensible progression des écarts actuariels, principalement liée au durcissement du taux d'actualisation.

Vinci

Capitalisation boursière (M€)					19 493
Effectifs à fin 2005					128 433
Niveau d'information sur engagements de retraite					Suffisant pour projections
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	57%	Actions	50%	Actions	N.A.
Amérique du Nord	9%	Obligations	46%	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	6%	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	7%	Autres	2%	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.54%		4.56%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		6.34%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		2.50%		3.10%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 028	1 100	1 263
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(692)	(710)	(862)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	3	(3)	121
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(647)	(667)	(742)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(66)	(70)	(69)
Contributions Employeur	(M€)	11	23	7
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	3 744	5 319	9 572
Dette nette/(cash net)	(M€)	2 285	1 580	15 584
Marge opérationnelle	(M€)	1 208	1 484	2 496

Note : Les engagements à prestations définies du groupe se décomposent en trois catégories : les engagements non financés (concernant les indemnités et les retraites complémentaires en France et les 5 régimes en Allemagne dont 2 sont désormais fermés) ; les engagements financés concernant les entités anglaises et belges ; les engagements pré financés par les contrats d'assurance concernant certains dirigeants du groupe. Le niveau d'information du groupe sur le sujet retraites s'est sensiblement renforcé par rapport aux années précédentes. Les hypothèses d'inflation salariale retenues par le groupe paraissent cependant un peu basses. Nous n'avons pas pris en compte des engagements relatifs aux médailles du travail ou prime de jubilés dans les projections, par manque d'informations. Le montant des provisions pour ces engagements est de 56.4 M€ en 2005 (54.5 M€ en 2004). Les engagements de retraite des dirigeants s'élèvent à 45 M€ et sont provisionnés à hauteur de 11.7 M€ en 2005.

Vivendi

Capitalisation boursière (M€)					30 383
Effectifs à fin 2005					34 031
Niveau d'information sur engagements de retraite				Suffisant pour projections	
Géographie des salariés (%)		Répartition des placements			
		2005		2004	
France	39%	Actions	N.A.	Actions	N.A.
Amérique du Nord	12%	Obligations	N.A.	Obligations	N.A.
Royaume-Uni, Pays-Bas	N.A.	Immobilier	N.A.	Immobilier	N.A.
Allemagne	N.A.	Autres	N.A.	Autres	N.A.
Hypothèses actuarielles					
Paramètres		Hypothèses société (%)		Hypothèses Oddo Securities (%)	
Taux d'actualisation des engagements (*)		4.90%		5.42%	
Taux de rendement attendu des placements (*)		4.70%		6.00%	
Taux de croissance des salaires (*)		3.80%		4.22%	
Échéance moyenne des engagements de retraite				20	
Durée moyenne de vie active restante des salariés				12	
Nombre d'années pour couvrir le déficit des engagements financés				15	

(*) Taux moyen pondéré selon les fourchettes d'hypothèses et la localisation des effectifs.

Projections engagements de retraite à prestations définies				
		Décembre 2004	Décembre 2005	Décembre 2006e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	1 276	1 376	1 301
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	(591)	(570)	(514)
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	50	92	53
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	(541)	(473)	(462)
Charges afférentes aux retraites	(M€)	(39)	(47)	(40)
Contributions Employeur	(M€)	131	152	16
Données financières du groupe				
Fonds propres	(M€)	18 441	21 608	21 919
Dette nette/(cash net)	(M€)	4 724	3 768	4 357
Marge opérationnelle	(M€)	3 978	3 651	4 094

Note : La communication du groupe sur le sujet retraites est complète. La plupart des engagements à prestations définies se situent aux États-Unis (46%) et au Royaume-Uni (33%). Les engagements non financés concernent principalement les plans de retraite supplémentaires aux États-Unis et des plans de retraite en Allemagne. Les retraites en France n'expliquent que 5% des engagements totaux. Les autres avantages postérieurs à l'emploi, tels que l'assurance-vie et la couverture médicale (principalement américaine), sont provisionnés à hauteur de 216 M€ en 2005 (194 M€ en 2004). Par ailleurs, le coût total pour les régimes à cotisations définies est de 69 M€ en 2005 (34 M€ en 2004). Les retraites pour les dirigeants sont provisionnées à hauteur de 30.4 M€ en 2005. Il est à noter qu'en 2005, comme en 2004, les contributions du groupe aux plans sont significatives tant en valeur absolue (152 M€ en 2005) qu'en pourcentage des engagements et en pourcentage des cash-flows.

Annexe I - Les engagements de retraite : principes simplifiés

L'objet de cette section très générale est d'expliquer pourquoi la lecture des engagements de retraite reste un exercice exigeant dans le bilan d'une société. Nous nous focalisons ici sur les retraites, bien qu'une grande partie de la problématique soit valable pour les obligations assimilées telles que les couvertures médicales.

En Europe, le financement des retraites est géré à trois niveaux :

- ▶ **l'État**, via la sécurité sociale ou des systèmes de retraites complémentaires obligatoires ;
- ▶ **l'individu** qui contribue volontairement à un système de retraite complémentaire ;
- ▶ **l'employeur**, avec des systèmes de retraites complémentaires, le plus souvent facultatifs, mais qui s'imposent par une sécurité sociale très faible, comme au Royaume-Uni, voire qui peuvent être obligatoires comme en Suisse. Les obligations de financement de ces régimes sont très variables d'un pays à l'autre :
 - aucune obligation de financement en France ;
 - obligation de financer les retraites par des fonds séparés aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Suisse ;
 - coexistence de plusieurs systèmes en Allemagne.

Les systèmes de retraites complémentaires des employeurs se répartissent entre **régimes à cotisations définies** et **régimes à prestations définies**. Dans le premier cas, la retraite payée au salarié dépendra du montant des contributions effectuées dans le passé par l'employeur et par lui-même, ainsi que des performances globales du fonds d'investissement ; le fonds n'est pas dans l'obligation de résultats au moment de la retraite. Le risque d'équilibre du fonds est de fait assumé par le salarié.

En revanche, dans le cas de régimes à prestations définies, la retraite payée dépendra par contrat du salaire de l'employé et/ou du nombre d'années de service. L'employeur garantit le montant de retraite, que les actifs du fonds (s'il y en a un) soient suffisants ou non ; **c'est donc lui qui supporte le risque d'équilibre du régime.**

Ce **risque d'"équilibre"** repose sur :

- ▶ l'évaluation des engagements futurs, réalisée par des actuaires selon des hypothèses en partie déterminées par la société ;
- ▶ la performance des éventuels actifs investis (que l'entreprise peut éventuellement assurer auprès d'un tiers) ;
- ▶ la capacité de la société à assurer, dans le futur, le paiement des retraites, que le régime soit financé ou non (risque d'actifs insuffisants).

Il faut distinguer plusieurs niveaux :

- ▶ Les **engagements de retraite (1)**, qui dépendent de la réglementation du régime choisi par l'entreprise et des caractéristiques de sa population salariée. Ils s'entendent toujours par rapport à l'entité juridique locale.
- ▶ Le **financement (2)** qui est requis (ou non) pour ces engagements, qui s'échelonne suivant les pays européens de 0 à plus de 100%. Le niveau de financement dépend de la réglementation du pays où sont situés les salariés et le fonds. Il est local par nature et réglementairement ou légalement encadré.
- ▶ Les **montants qui sont repris dans les comptes** des sociétés, et qui sont rarement égaux à la différence entre (1) et (2). Le traitement comptable était fonction des normes choisies par l'entreprise, jusqu'à l'application des IFRS.

Le **traitement comptable des engagements de retraite** constitue l'une des principales difficultés de leur analyse. En effet, les normes US GAAP (SFAS 87) et IAS (IAS 19) sont fondées sur les mêmes principes :

- ▶ **reconnaître, dès maintenant, dans le compte de résultats, les dépenses futures liées aux salariés en exercice** ; par conséquent, la charge de l'exercice liée aux retraites est très différente des cotisations versées.
- ▶ **lisser à moyen/long terme le rendement réel des actifs et l'impact des changements d'hypothèses actuarielles**. L'une des principales conséquences est la prise en compte dans le bilan d'un rendement "attendu" sur les actifs, qui n'est que partiellement corrigé du rendement réel.

Il est, à ce stade, nécessaire d'entrer dans le détail de quelques termes comptables :

- ▶ Les **engagements de retraite** sont indiqués en annexe des comptes sous le terme "**PBO**" ("**Projected Benefit Obligation**") ; il s'agit de la valeur présente, à la date de bilan, des droits acquis par les salariés, prenant en compte les augmentations de salaire estimées jusqu'au départ en retraite (à l'exception, notable, des salaires négociés par convention collective, pour lesquels les PBO ne prennent pas en compte d'augmentation au-delà de l'échéance de la convention en cours, ce qui conduit donc à une sous-estimation des engagements).
- ▶ Les hypothèses qui régissent les calculs actuariels de ces engagements sont des hypothèses démographiques sur la population salariée (âge de départ à la retraite, mortalité, ...), les taux d'augmentation des salaires, le coût de l'argent.

La **charge de l'exercice liée aux retraites** est la somme de :

- ▶ un "**service cost**", coût des retraites lié aux droits acquis au cours de l'année par les salariés ; ce coût est calculé de façon actuarielle selon les hypothèses utilisées pour le calcul des engagements de retraite (PBO) ;
- ▶ un "**interest cost**" : coût d'augmentation des PBO, lié au temps qui passe (la valeur nette des engagements est, de par le taux d'actualisation, supérieure à la fin de l'année n, à celle de n-1) ;

- ▶ (-) **le retour annuel attendu sur les actifs** : les investissements étant réalisés sur du long terme, les normes US GAAP comme IAS estiment nécessaire de lisser le rendement des actifs investis pour atténuer l'effet de la volatilité court terme. C'est donc un gain théorique qui est déduit des charges de retraite, et qui vient donc "amplifier" le résultat opérationnel ;
- ▶ (+/-) **les gains et pertes actuariels** : liés au(x) changement(s) d'hypothèse(s) régissant le calcul des PBO (qui viennent alors diminuer ou augmenter ces derniers), ou à la différence entre taux de rendement attendu sur les actifs et taux réel constaté. Là encore, les normes prônent, sur le principe, un étalement de ces charges/gains. Si ces derniers sont inférieurs à 10% de la valeur la plus grande entre les PBO et les actifs du fonds, ils ne sont pas reconnus sur la période (pertes/gains actuariels non reconnus) et sont alors inscrits au bilan en actifs/passifs différés. Si leur montant est supérieur aux 10%, ils doivent être amortis, en général sur la durée moyenne de la vie active restante des participants du fonds (méthode du "corridor" en SFAS 87 et IAS 19). La dotation de l'année est alors prise en compte dans le coût des retraites. Les éléments restant à amortir peuvent être classés dans différents postes du bilan : "*prepaid benefit cost*", actifs incorporels. Le montant total restant à amortir doit être indiqué dans les notes annexes des comptes ;
- ▶ (+) un "*past service cost*" : augmentation éventuelle des PBO liée à un changement dans le règlement du fonds. Ce coût doit être reconnu sur la période si le changement en question est alors acquis ; il peut être amorti si la date d'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation est ultérieure ;
- ▶ (-) l'effet des "*curtailments or settlements*" : par exemple, l'arrêt ou la vente d'activités, qui entraîne la réduction des PBO correspondants. L'effet net est intégralement passé sur l'exercice au cours duquel l'événement a lieu.

Cette liste n'est pas exhaustive.

En général, l'ensemble de ces charges est pris en compte dans le résultat opérationnel. Cependant, en IAS, les éléments "*interest cost*" et rendement attendu sur les actifs peuvent éventuellement être inclus dans le résultat financier. Néanmoins, la lecture du compte de résultats ou du détail des charges d'exploitation ou financières ne donnera pas les montants en question, que l'on ne peut trouver que dans la note relative aux provisions pour retraites.

Se présente ensuite deux cas de figure, le PBO est "financé" c'est-à-dire qu'il existe un actif en face des obligations ; il est "non financé", c'est-à-dire que les obligations sont assumées au fil de l'eau des cash-flow :

- ▶ Dans le cas des obligations financées, le calcul devient :

Évolution de la valeur des engagements de retraite (PBO) : les engagements de retraite à la clôture de l'exercice sont égaux à :

Engagements de retraite à l'ouverture de l'exercice

+ "*service cost*", comme défini ci-dessus

+ "*interest cost*", comme défini ci-dessus

+/- les **gains et pertes actuariels**", cf. ci-dessus

+ "*past service cost*", cf. ci-dessus

- les **pensions de retraites effectivement payées** dans le courant de l'année

- l'effet des "*curtailments or settlements*", cf. ci-dessus.

Évolution de la valeur des actifs : ces derniers sont égaux, à la clôture de l'exercice, à :

Valeur en début d'exercice

+ **Contributions apportées**

+ **Retour sur actifs constaté**

– **les pensions de retraites effectivement payées** dans le courant de l'année

– le retrait d'actifs lié à des "*curtailments or settlements*".

Le statut du régime de retraites est la différence entre les PBO et la valeur des actifs investis ("fair market value"). Lorsque ce statut est un déficit, comme c'est le cas en général, il est matérialisé dans le bilan par une provision. Cependant, selon le principe de "lissage" des rendements et des hypothèses actuarielles, le statut du plan n'est que partiellement reflété dans le bilan.

Indépendamment du problème de la lisibilité des comptes, se pose celui de **la pertinence des hypothèses actuarielles** employées. Si ces dernières ne sont pas toutes rendues publiques, l'entreprise est néanmoins tenue d'indiquer dans ses comptes les hypothèses de taux employées (taux d'actualisation des PBO, taux de rendement des actifs attendu, taux d'augmentation des salaires). On peut alors juger de la pertinence des taux retenus, certains groupes ayant eu tendance lors des derniers exercices à prendre des taux élevés pour les rendements attendus et pour l'actualisation des PBO.

► Dans le cas des obligations "non financées" :

La lecture au bilan du statut des régimes non financés est beaucoup plus simple, puisque la problématique des différences entre rendement attendu et rendement réel disparaît. Aux écarts actuariels (liés aux autres hypothèses actuarielles) près, la provision au bilan est beaucoup plus proche du montant du déficit. C'est ainsi le cas pour les groupes français employant une majorité de salariés localisés en France.

Outre le problème de l'évaluation de l'engagement total que représente, pour une entreprise donnée, le montant total des retraites, se pose le problème du **rang** de cette dette qui pourrait être prioritaire. Cela dépend de la réglementation locale et du règlement du régime de retraite. À notre connaissance, aucune étude juridique n'est pour l'instant disponible sur le sujet.

Toutes les agences de rating sont d'accord sur le fait que les engagements de retraite sont par nature de la dette. Cependant, leur approche est différente : Moody's et Fitch se concentrent essentiellement sur l'analyse des contributions cash nécessaires chaque année et leur impact sur les cash-flows. Pour sa part, S&P se focalise sur le montant total du déficit des retraites, considérant que les impacts sur le cash sont déjà pris en compte dans l'analyse de cash-flows. L'agence est ainsi plus stricte dans le retraitement de la dette.

Au-delà des arcanes comptables, les enjeux pour les actionnaires depuis 2002 environ : commentaires

Le thème des retraites est sur le devant de la scène partout en Europe. Les commentaires sont très prioritairement d'ordre politique et portent rarement sur les interactions économiques et financières du sujet. En France, en particulier, la connaissance des plans de retraite à l'Anglo-saxonne est inégale, puisque cette forme de couverture des retraites n'existe pas, ou virtuellement pas, pour des salariés français. Le monde latin ressemble largement au cas français. À l'opposé, les observateurs étrangers, notamment anglo-saxons, s'interrogent sur la pérennité des systèmes fondés prioritairement sur la répartition. Depuis l'éclatement de la bulle Internet, l'opposition entre tenants de la répartition et la capitalisation a perdu de sa virulence. De fait, la perte de substance des fonds capitalisés a été l'occasion de porter un regard critique sur la capitalisation et ses mérites supposés. La leçon des fortes variations de valeurs subies entre 1997 et 2003 est claire, la capitalisation ne fonctionne que si le futur retraité est en risque, ce qui n'est pas politiquement un contrat simple à promouvoir. Les entreprises ne veulent plus jouer le rôle de gérant intermédiaire, c'est-à-dire celui d'assureur des risques pour les actionnaires liés aux engagements de retraite à prestations définies.

Le financement des retraites se décompose en trois strates, à pondération très variable d'un pays à l'autre :

- ▶ La strate de l'État, sous forme de répartition. Le principe est sans doute défendable. Les déséquilibres démographiques en ont eu raison. Cette strate ne peut que décliner et devra sans doute être prioritairement attribuée dans le futur aux plus nécessiteux, quelle que soit la réalité des cotisations des uns et des autres.
- ▶ La strate de l'entreprise. Différence fondamentale avec la répartition, on passe à la capitalisation, collective certes, mais fondamentalement chacun reçoit en proportion d'un contrat. Cependant, les entreprises n'ont pas vocation à être des assureurs. Elles ont promis plus qu'elles ne livreront jamais et, pour nombre d'entre elles dans des industries vieillissantes, ont dépassé le point de non-retour. Il faudrait un miracle de marché pour remettre leurs financements à flot alors que leurs dynamiques de coûts, lestées par les charges de retraite, ne cessent de se dégrader. Ces promesses, les entreprises n'en font plus. Mais, celles qui ont été faites devront très probablement être assumées un jour par la collectivité. Le percement de la bulle TMT a montré les limites du *funding* par les entreprises, associé à des garanties illimitées. Les risques associés aux retraites sont insupportables. Le mistigri des retraites passe donc à l'acteur suivant dans la chaîne, le futur retraité.
- ▶ La strate de l'épargnant. Le monde anglo-saxon a déjà passé le risque des engagements de retraite aux salariés en proposant de nouveaux contrats pour les nouveaux entrants. Exit les prestations définies. Place aux cotisations définies. Le risque est désormais chez l'épargnant. Ce dernier sait ce que l'entreprise cotise, mais supporte les risques de la valeur de cette cotisation demain. Un par un, les pays européens basculent dans ce constat, les populations du Nord s'avérant plus pragmatiques que la ceinture latine sous l'angle boursier. Le mérite de cette évolution est bien évidemment de disséminer les risques et donc de rassurer les investisseurs. Le point de vue des

futurs retraités est bien naturellement symétrique. Mais ces derniers ont-ils réellement conscience de leurs échéances ?

Les risques sont supportés par les seuls actionnaires

Nous mettons en avant ici deux aspects : 1) la priorité des salariés sur les actifs, 2) l'impossibilité pour les dirigeants des entreprises et pour les actionnaires de limiter la prise de risque.

Des salariés premiers créanciers de fait, sinon de droit

La priorité des salariés sur les actifs est un sujet fort complexe. Elle est de fait plus que de droit. Alors que dans la plupart des législations, les salariés apparaissent comme des créanciers chirographaires, le fait que les fonds de retraite ne soient pas fongibles et s'alimentent sur l'exploitation des unités opérationnelles crée naturellement une situation de traitement privilégié, notamment face aux obligataires, souvent exposés au holding de tête.

Un couple "risk-reward" asymétrique en faveur du salarié...

Sur le second point, l'accent doit être mis sur le fait que le contrat de retraite n'est pas un acte de gestion normal de l'entreprise au sens où l'entend l'actionnaire. Il ne relève pas d'une décision des dirigeants et d'une exécution par les salariés. Il est extra-groupe, mais s'impose pour autant aux actionnaires. Un directeur financier choisit son degré d'endettement (optimisation du passif). À l'inverse, il ne choisit ni l'étendue des avantages accordés par le plan de retraite, ni le type d'investissements privilégiés par les gérants du fonds de retraite. Ces derniers agissent sur mandat des *trustees*. La surperformance éventuelle du fonds revient aux retraités (actuels et futurs). La sous-performance revient aux actionnaires, car c'est bien l'entreprise qui, par contrat, s'engage sur le niveau des retraites futures. Cette asymétrie du couple "risk, reward" est la dimension la plus perturbante de l'équation des engagements de retraite¹².

... pousse à la prise de risques inconsidérés

Il est ainsi paradoxal de constater que l'entreprise prend un risque, celui de garantir sur une échéance longue des engagements de retraite, mais en pratique voit plus souvent que nécessaire son risque doubler par le fait que les gestionnaires des fonds de pension privilégient une classe risquée d'actifs (les actions), dans la mesure où le risque associé (les moins-values éventuelles) ne pèse pas sur les retraités (garantie implicite de l'entreprise). Inversement, les surplus leur sont dus. Sans surprise, cette propension au risque actions est plus britannique que suisse ou germanique. Le plus consternant dans cette observation est la dérive, toute récente d'une exposition actions vers les *hedge funds* et le *private equity / lbo*, soit de l'*equity* plus du levier... Faut-il préciser que les "trustees" sont peu ou pas formés pour valider ces choix de gestion ?

Cette situation de type "pile je perds, face tu gagnes" imposé aux actionnaires, n'est apparue de façon évidente que très récemment, c'est-à-dire en 2002-2003, la crise des marchés, et des fonds de pension en particulier, poussant les observateurs à la réflexion. L'instabilité grandissante de la situation a poussé les régulateurs à mieux encadrer les acteurs mais cette intervention, heureuse sur le

¹² Ces commentaires portent bien sur la non-rémunération des risques supportés par les actionnaires. Ils sont à distinguer de l'observation selon laquelle des marchés porteurs réduisent la charge des retraites et créent du résultat apparent dans les comptes consolidés. Il s'agit dans ce dernier cas d'un choix de présentation comptable qui n'a aucune incidence positive pour les dividendes versés aux actionnaires car ce surplus dû aux marchés s'incrémente dans les seuls fonds de pension, donc au bénéfice des seuls salariés.

principe, a eu des effets désastreux sur les optimums économiques (cf. Oddo Securities).

Les actionnaires commencent tout juste à réaliser...

Pour être récent, ce constat est essentiel. Les risques ne s'additionnent pas. Ils se composent. Le premier risque pour un investisseur est de détenir une action (systémique plus Bêta), le second est celui que lui fait courir un engagement "caché", c'est-à-dire le déficit du plan de retraite, le troisième découle de la nature des investissements faits par le fonds, le quatrième découle d'un éventuel effet de levier sur le fonds lui-même...

Engagements de retraite : comment multiplier les risques ?

1- Entreprise	Actif + Passif
↓	↓
2 - Entreprise + engagements de retraite	Actif + Passif + déficit de couverture
↓	↓
3 - Entreprise + engagements + fonds investis en <i>equities</i>	Actif + Passif + déficit + risque <i>equity</i>
↓	↓
4 - Entreprise + engagements + fonds en <i>equity</i> + produits dérivés	Actif+ Passif + déficit + risque <i>equity</i> + levier
↓	↓
En synthèse du fait de la covariance des paramètres	Actif net = Actif - Passif x (Δ déficit x Δ Risque <i>equity</i> x levier)

Source : Oddo Securities

"Unfunded vs Funded"

En matière de retraite, la domination de la norme américaine FAS 87 sur la planète financière, norme reprise par beaucoup de groupes européens avant de passer à IAS 19, a eu pour effet d'imposer comme référentiel de la bienséance comptable la notion de "*funded*", logique dans laquelle les engagements sont couverts par un fonds. Le bilan de l'entreprise affiche alors uniquement (et approximativement) les risques associés à l'insuffisance de couverture. C'est la vision "anglo" du monde qui s'est, de fait, imposée.

Outre-Rhin, le monde est vu différemment. Le service des retraites est assuré au fil de l'eau sur le cash-flow, et parfois, le bilan de l'entreprise. Il n'y a pas ségrégation de ressources pour la satisfaction des engagements de retraite. Aussi, l'application des normes FASB ou s'en rapprochant se traduit-elle par une ligne "*unfunded*" : les engagements de retraite sont identifiés par l'inscription d'une provision, mais il n'y a pas d'épargne en correspondance. Ces modalités de traitement des engagements de fonds de pension sont donc très largement employées.

Les agences de rating étant prioritairement de culture américaine, leurs dernières évaluations des défauts de couverture des engagements de retraite en Europe se sont traduites par des jugements souvent alarmants sur l'état du bilan ajusté des risques retraites de telle ou telle entreprise allemande. Cela est, à notre avis, davantage le reflet d'un prisme comptable que d'une réalité financière. Notamment, les décaissements étant étalés dans le temps par nature, il n'y a pas lieu de considérer que les choix de présentation germaniques constituent un risque différent. Il est même possible d'arguer que la présentation allemande est plus sécurisante pour l'actionnaire. Un défaut de couverture est par construction impossible dans la présentation allemande. Il est, par contre, flagrant dans l'approche "anglo" et les dispositions comptables sont telles que la situation de

déficit ne peut perdurer. Il y a alors transfert de richesse de l'entreprise vers le fonds ("la contribution"), en faveur des salariés et au détriment des actionnaires et des prêteurs. Dans la même ligne de pensée, la responsabilité directe du directeur financier face au service des retraites "*unfunded*" est une garantie de prudence à l'avantage des actionnaires. Ce service étant assuré pour l'essentiel "au fil de l'eau", il ne se pose pas, il est vrai, de problème de choix d'investissements.

Et pourtant, les régimes "*unfunded*" allemands entraînent des interrogations suffisamment fréquentes pour qu'un certain nombre de grands groupes aient préféré organiser une forme de cantonnement avec financement correspondant sous le nom de CTA : "*contractual trust arrangement*". Ce CTA revient à ségréguer un financement en faveur des engagements à prestations définies.

Notons que le passage aux normes IFRS ne change rien au décalage de traitement "*funded vs Unfunded*", puisque les engagements correspondent à des modalités contractuelles d'essence locale.

Annexe II - Méthodologie de notre modèle de projection

Quelques précisions sur notre méthode de projection des déficits 2006

Un certain nombre d'hypothèses ont dû être formulées lorsque le minimum d'informations n'était pas disponible. La démarche est contestable, mais inévitable.

▪ Les engagements

▶ Séparation des engagements "Funded" et "Unfunded"

Lorsque la **partie des engagements financés** par des fonds "ad hoc" et celle couverte par des provisions ne sont pas clairement isolées en termes d'information, nous avons alors procédé à des approximations de bon sens, essentiellement fondées sur les décalages de paiement entre PBO et plans.

▪ Les actifs de financement

Il nous a fallu également formuler des hypothèses sur l'évolution de la juste valeur des actifs du régime détenus pour couvrir les engagements. Cette valeur des actifs résulte du rendement réel des marchés financiers au cours de l'exercice, et également des entrées-sorties : **cotisations versées** aux fonds et **prestations prélevées** sur les fonds.

▶ Estimation du rendement réel des actifs financiers

Le rebond des marchés financiers depuis mars 2003 a atténué en partie la pression sur les actifs en couverture des engagements de retraite. Pour la période future, nous anticipons un **taux de rendement** à 8% pour les fonds de retraite, sans distinction géographique.

▶ Hypothèse sur les cotisations versées aux fonds

Les **cotisations versées aux fonds par l'employeur**, aussi appelées "contributions", constituent une autre hypothèse complexe. Cette complexité est liée aux réglementations hétérogènes au sein des régimes des différents pays.

En effet, le **niveau minimum de financement** pour les fonds de pension (actifs sous-jacents pour les engagements "*funded*") varie beaucoup selon les pays où ceux-ci se trouvent. Nous avons, de ce fait, rencontré de réelles difficultés à estimer les versements des employeurs pour assurer la solvabilité : il existe peu d'informations sur la répartition géographique des fonds pour chaque filiale, et sur leurs statuts de déficit (fund status).

Nous avons donc pris une hypothèse simple, en fixant les minima de financement assez bas. Dans nos hypothèses, toutes les entreprises de notre échantillon ont 15 ans pour combler leur déficit brut total lié aux engagements financés.

▶ **Prestation prélevée-"pension payments"**

En ce qui concerne la prestation prélevée, nous avons retenu une estimation pour 2006 au même niveau que celles qui prévalaient au cours des deux années précédentes.

■ **Étapes de la projection du compte des engagements de retraite**

Le travail de projection est au total, au travers des grilles, relativement simple. Les étapes principales en sont :

- ▶ l'identification des **facteurs de calcul retenus par l'entreprise** pour le dernier exercice connu. Pour les **paramètres actuariels**, les fourchettes ont été remplacées par un chiffre unique, pondéré au mieux des informations, notamment par la **géographie** des salariés ;
- ▶ la ségrégation des plans "**funded**" et des plans "**unfunded**" ;
- ▶ **les ajustements actuariels** par l'utilisation pour les trois grandes géographies (États-Unis, Royaume-Uni, Europe/Autres) d'un Taux d'actualisation des engagements unique et d'un taux unique de progression de la masse salariale. Les anticipations de performances sur le placement des fonds sont les mêmes pour tous (+6% annuel à long terme). Sur ce dernier point, il eut été légitime de pondérer les performances attendues par la nature des placements. Cette information n'est pas suffisamment détaillée et n'indique rien en tout état de cause sur les répartitions futures ;
- ▶ La plus grosse inconnue est bien évidemment l'usage plus ou moins intense des "**unrecognized actuarial losses**". Nous avons automatisé ce calcul pour permettre au lecteur d'identifier les **mécanismes d'amortissement** que cette procédure comptable enclenche, reportant dans le temps les échéances.

Annexe III – Réforme des engagements de retraite IEG chez EDF et Gaz de France

En résumé, le Gouvernement a, par la Loi, et de façon exceptionnelle, trouvé une solution à un problème exceptionnel par son ampleur et par sa permanence. Les engagements de retraite d'ex-établissements publics devenus sociétés anonymes sont requalifiés en IFRS, applicables aux SA, en "prestations définies" compte tenu de leur caractère de promesse. La reconnaissance de ce risque au travers d'un provisionnement s'imposait dès 2005 ... pour un total de l'ordre de 80 Md€ soit environ deux fois le déficit budgétaire. Ni les bilans des entreprises concernées, ni l'État ne pouvaient acter une telle reconnaissance.

La Loi d'août 2004 organise deux étapes : 1/ un transfert aux régimes généraux accompagné du règlement d'une soule ; 2/ le transfert sur le consommateur du financement des obligations vis-à-vis des salariés privilégiés par le biais d'une taxe sur les prestations monopolistiques de transport. En construisant un financement certain de ces engagements, elle permet aux entreprises concernées de rentrer dans le "droit commun", à savoir s'engager à payer des cotisations vieillesse assises sur des salaires, ce qui, du point de vue de l'actionnaire, ne présente aucun risque. Gaz de France et EDF ont ainsi pu réduire la masse de leurs engagements de retraite, respectivement, de 14 Md€ à 3 Md€ et de 68 Md€ à 23 Md€.

La Loi fabrique ainsi le meilleur des deux mondes : éteindre les risques pour les actionnaires ; rassurer les salariés privilégiés dans la préservation de leurs avantages.

En effet, la Loi d'août 2004 a confirmé les dispositions exceptionnelles des régimes de retraite des salariés des "IEG", qui sont encadrés par une loi (1946) et donc hors du champ de négociation des entreprises. Le risque reste à l'inverse "ouvert" pour le consommateur, quoique fort diffus.

■ Contexte légal

Pour Gaz de France et EDF, le personnel statutaire actif et retraité français bénéficie du régime spécial de retraite des Industries Électriques et Gazières (IEG) ainsi que d'autres avantages post-emploi. Le régime des IEG est un régime de sécurité sociale spécial, légal et obligatoire. **Les conditions de détermination de droits à la retraite, fixées par le Statut national du personnel (décret du 22 juin 1946), relèvent des pouvoirs publics. Les entreprises n'ont pas, juridiquement, la possibilité d'en modifier les termes.**

La réforme du financement du régime spécial des IEG, intervenue en janvier 2005 en application de la loi d'août 2004, a modifié le fonctionnement et le financement de ces régimes, et ainsi les risques retraites incombant aux groupes Gaz de France et EDF.

■ La réforme du 1^{er} janvier 2005 en résumé

1. Création de la Caisse Nationale des Industries Électriques et Gazières (CNIEG), qui est chargée de reprendre les risques gérés précédemment par un service des pensions attaché à Gaz de France et EDF.

2. Les "droits de base" (ou "droits communs") du personnel sont assurés par la CNIEG.

▶ La CNIEG fait l'objet d'un adossement financier au régime de Sécurité Sociale de base (CNAV) et aux régimes complémentaires (AGIRC et ARRCO), par des conventions financières. Selon ces dernières, les "droits de base" seront financés par ces régimes, en contrepartie des cotisations libératoires versées par les employeurs et salariés (versement via la CNIEG), ainsi que par des contributions exceptionnelles émanant des entreprises des IEG, pour solder les droits de base passés.

▶ Du fait de l'adossement, du caractère libératoire des cotisations et du financement assuré des contributions exceptionnelles (cf. infra), **ces engagements sont désormais traités en tant que régimes à cotisations définies**, et ne sont plus provisionnés selon la norme IAS 19.

3. Pour les prestations de droits spécifiques passés, soit les engagements "chapeau" non couverts par les régimes de droit commun, la réforme a réparti la part des droits passés (validés au 31 décembre 2004) entre deux niveaux d'activités : les activités régulées et non régulées.

▶ Pour des activités régulées (Transport et Distribution), les droits spécifiques passés du personnel ne seront plus provisionnés aux comptes du groupe, car le risque sort du groupe pour être reporté sur la collectivité des consommateurs. En effet, leur financement est assuré par une contribution tarifaire d'acheminement (CTA), sur les prestations de transport et de distribution d'électricité et de gaz naturel. La CTA finance également la quote-part des contributions exceptionnelles liées aux activités régulées (les soultes à payer pour "solder" les engagements communs transférés vers la CNAV, selon les conventions financières mentionnées précédemment). Elle est due à la CNIEG par les fournisseurs de gaz et d'électricité qui la collectent auprès de leurs clients. Les taux de contribution tarifaire **sont périodiquement fixés par les ministres** chargés de l'énergie, du budget et de la sécurité sociale après avis de la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE).

▶ Les droits spécifiques passés concernant des activités non régulées (Production et Commercialisation) restent à la charge des groupes. Ces engagements (à prestations définies donc) sont intégralement provisionnés selon les normes IFRS.

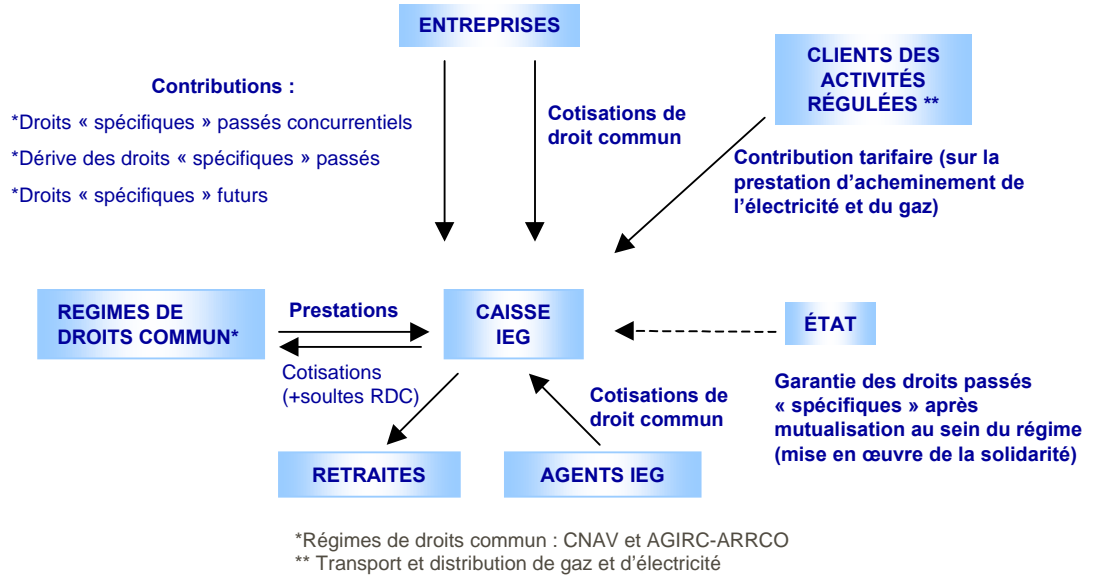
4. Les prestations spécifiques futures, liées à des droits acquis à compter du 1^{er} janvier 2005, restent à la charge de chaque entreprise au prorata des masses salariales. Elles font l'objet d'une provision en normes IFRS.

5. Les entreprises de la branche des IEG sont solidairement responsables du financement des droits spécifiques, avec toutefois des plafonds sur les engagements mutuels. Les droits spécifiques relatifs aux périodes validées au 31/12/2004 bénéficient en dernier recours d'une garantie de l'État.

Les tableaux et graphiques ci-après, repris de documents parlementaires, permettent d'éclairer un peu le lecteur. Nous n'irons pas plus loin dans la présentation des liens entre les parties concernées par ce transfert des risques

retraites des industries IEG (le texte de Loi porte sur 19 pages et 54 articles plus les décrets, nombreux, d'application).

Schéma des flux de financement de la Caisse Nationale des IEG



Financement des engagements de retraites IEG après la réforme

		Droits passés		31/12/04	Droits futurs	
		droit commun (CNAV-AGIRC-ARRCO)	droits spécifiques (chapeau)		droit commun (CNAV-AGIRC-ARRCO)	droits spécifiques (chapeau)
Acti- vités régulées	Acti- vités	Cotisations libératoires entreprises et salariés Soultes : financées par contribution tarifaire (CTA)	Contribution tarifaire (CTA) [Garantie de l'État]		Cotisations libératoires entreprises et salariés	Financements entreprises (provisions)
	non régulées	Soultes : financées par entreprises Cotisations libératoires entreprises et salariés	[Garantie de l'État]		Cotisations libératoires entreprises et salariés	Financement entreprises (provisions)

Source : Ministère de l'Économie et des Finances

▪ **Hors de la réforme 2005**

D'évidence, les activités sises à l'étranger ne rentrent pas dans le cadre de la réforme. En conséquence, les engagements de retraite des filiales sont traités comme pour tous les autres groupes, c'est-à-dire en prestations définies provisionnées s'il y a lieu.

Nous tenons à la disposition des lecteurs le détail des règles (indigeste !) de passage entre situation pré-Loi 2004 et positions 2005.