

Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France

Dominique NIVAT et Agnès TOPIOL

Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles

Service des Investissements directs

Dans la position extérieure de la France, les investissements directs en capitaux propres sont évalués en valeur comptable et en valeur de marché. Comme les actions et titres de participation des entreprises détenus à titre d'investissement direct ne sont que rarement cotés en Bourse, c'est leur valeur comptable qui est collectée, la valeur de marché étant estimée. La position d'investissements directs en valeur comptable reste la principale référence pour les comparaisons internationales de stocks d'investissements directs étrangers (IDE). L'estimation de la valeur de marché est, en effet, un exercice complexe qui n'est réalisé que par peu de pays.

Le FMI et l'OCDE, qui font autorité en matière d'IDE, recommandent toutefois de valoriser les stocks d'investissements directs en capital social aux prix de marché, tant pour améliorer la cohérence entre les flux de la balance des paiements — exprimés, par définition, à leur prix de marché — et les stocks de la position extérieure, que pour renforcer la signification de la position extérieure globale, au sein de laquelle les autres actifs et passifs négociables sont exprimés en valeur de marché. La France se conforme de longue date à cette recommandation en estimant chaque année une position agrégée d'investissements directs en valeur de marché.

Jusqu'en 2008, l'estimation de la valeur de marché des stocks d'IDE dans des sociétés non cotées reposait sur l'utilisation de deux méthodes de valorisation différentes : la valeur de marché des stocks d'IDE français dans des sociétés étrangères non cotées correspondait à un cumul de flux actualisé par l'évolution des cours de change et les variations des indices boursiers les plus importants ; la valeur de marché des stocks d'IDE dans des sociétés résidentes non cotées était estimée par référence à la valeur boursière d'actions françaises cotées, selon la méthode dite du ratio de capitalisation fondée sur le principe selon lequel des actifs équivalents doivent valoir le même prix, à leur différence de liquidité près.

Depuis 2009, la méthode du ratio de capitalisation a été étendue aux investissements directs français à l'étranger afin d'utiliser un cadre conceptuel commun aux stocks d'IDE entrants et sortants, et conforme aux recommandations du FMI et de l'OCDE.

Les méthodes suivies jusqu'en 2008 font l'objet de la première partie de l'article. Les modalités de la nouvelle méthodologie d'évaluation des stocks d'IDE entrants et sortants en valeur de marché sont présentées dans la seconde partie. L'incidence des changements méthodologiques sur le montant des stocks d'IDE en valeur de marché est évoquée dans la troisième partie.

Du fait de la nouvelle méthodologie, exprimés en valeur de marché, les stocks d'investissements directs français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées à fin 2008 passent de 845 milliards d'euros à 490 milliards d'euros, tandis que les stocks d'investissements directs étrangers en capital social dans des sociétés résidentes non cotées s'inscrivent à 269 milliards, contre 408 milliards précédemment. Il en résulte un recul de 215 milliards de la position nette en investissements directs à fin 2008, qui reste néanmoins largement positive, à 196 milliards, soit 10 % du PIB.

Un glossaire des termes techniques utilisés dans cet article figure en annexe.

Mots-clés : Valeur de marché, investissements directs, IDE, groupe international, balance des paiements, position extérieure

Codes JEL : C82, E01, F21, F23, F36, G12

NB : Les auteurs remercient Frédéric Guimiot qui a largement contribué, lorsqu'il faisait partie du service des Investissements directs, aux travaux ayant permis la rédaction de cet article.

Les stocks d'investissements directs en capitaux propres de la France sont évalués à la fois en valeur comptable et en valeur de marché. La valeur comptable des capitaux propres des entreprises d'investissement direct (ou *entreprises investies*¹) provient de leurs comptes sociaux. On l'obtient directement, dans différentes bases de données sur les entreprises financières et non financières, pour ce qui concerne les investissements étrangers en France ; s'agissant des investissements français à l'étranger, elle provient des tableaux de filiales et participations, documents annexés au bilan, des entreprises résidentes ayant des filiales et participations à l'étranger. Pour sa part, la valeur de marché des participations au capital des entreprises investies est calculée directement à partir du cours des

actions, lorsque les entreprises investies sont cotées ; elle est estimée lorsque les entreprises d'investissement direct ne sont pas cotées, c'est-à-dire dans la grande majorité des cas. Les IDE en capitaux propres dans des entreprises non cotées représentent en effet environ 90 % du montant des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en valeur comptable. Le nombre d'entreprises cotées est très faible parmi la population des entreprises d'investissement direct, tant pour les investissements entrants que pour les investissements sortants : fin 2007, on comptait 62 entreprises cotées sur 4 300 entreprises non résidentes investies par des résidents et 95 entreprises cotées sur quelque 12 000 entreprises résidentes investies par des non-résidents.

ENCADRÉ I

Le prix de marché est-il une « bonne » mesure de la valeur des stocks d'investissements directs ?

Les ouvrages de référence sur les investissements directs, tels que le Manuel de la balance des paiements, sixième édition (FMI, 2008) ou la Définition de référence des investissements directs, quatrième édition (OCDE, 2008), préconisent que les stocks d'investissements directs en capital social soient évalués en valeur de marché, c'est-à-dire à leur valeur courante à la date d'arrêt de la position extérieure. Certains économistes considèrent, toutefois, que l'existence de bulles financières et la forte volatilité des prix d'actifs disqualifient le prix de marché comme instrument de mesure de la valeur des entreprises dans une perspective de long terme, tandis que, parmi les statisticiens, nombreux sont ceux qui arguent de l'impossibilité d'établir une méthode fiable d'estimation du prix de marché d'actions et titres de participation qui ne sont pas cotés en Bourse ou qui n'ont pas fait l'objet d'échanges récents. C'est ce qui explique que la recommandation du FMI et de l'OCDE ne soit que partiellement suivie au plan international.

La convergence de ces deux oppositions, particulièrement fortes en Europe, a abouti notamment à ce que la position extérieure en investissements directs de l'Union européenne et de la zone euro soit calculée d'une part à partir de la valeur en Bourse des actions d'entreprises cotées détenues par des investisseurs directs et, d'autre part, sur la base de la valeur comptable inscrite au passif du bilan ("Own funds at book value") des entreprises investies lorsque celles-ci ne sont pas cotées (cf. BCE et Eurostat, 2004). La plupart des membres de l'Union européenne ont choisi de reprendre la méthode de la BCE et d'Eurostat, s'écartant ainsi du principe général et des méthodes de valorisation recommandés par le FMI et l'OCDE.

La France privilégie sur le plan conceptuel l'évaluation au prix de marché qui peut être estimée moyennant quelques hypothèses acceptables. Cette position est fondée sur le fait que l'estimation d'une valeur de marché des stocks d'IDE permet à la fois de disposer d'une mesure globale de la valeur d'actifs acquis à différentes périodes et de mettre en cohérence les flux et les stocks d'investissements directs, ainsi que les différentes composantes de la position extérieure.

¹ Cf. glossaire en fin d'article pour une définition de ces différents termes

I | Principales limites des méthodes de valorisation antérieures

Jusqu'en 2008, deux méthodes différentes étaient utilisées pour l'évaluation des investissements directs français à l'étranger et des investissements directs étrangers en France dans des sociétés non cotées.

I | I Valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger dans des sociétés non cotées : un cumul de flux actualisé par des indices boursiers

Jusqu'en 2008, la valeur de marché des stocks d'IDE français dans des sociétés étrangères non cotées était calculée en actualisant le cumul des flux d'investissements directs français à l'étranger en capital social par un indice composite rendant compte de l'évolution des cours des actions sur plusieurs places financières et tenant compte des variations de change des devises.

L'indice intégrait les évolutions des indices boursiers des principaux pays d'accueil des investissements directs français à l'étranger, chaque indice étant pondéré par la part du pays considéré dans le stock des IDE français à l'étranger en capital social. Les indices pris en compte étaient au nombre de treize, dont sept pour les pays de la zone euro (DAX allemand, IBEX espagnol, MIB italien, AEX néerlandais, BEL 20 belge, General Finlande et ATX 50 autrichien) et six pour les pays situés hors de la zone euro (Dow Jones industriel, Nikkei japonais, SMII suisse, FTSE 100 britannique, KFX danois et OMX 30 suédois), les variations de ces derniers intégrant également un « effet change ».

Cette règle de valorisation, utilisée notamment par les États-Unis², présente en particulier le défaut de reposer uniquement sur des évolutions de marché et de ne pas tenir compte de l'évolution des capitaux propres des entreprises investies. Ainsi, les différents facteurs qui peuvent influencer la valeur des

participations dans des entreprises non cotées, tels que les gains et pertes en capital, les provisions et résultats exceptionnels ou le taux de distribution des profits, ne sont pas pris en considération.

Selon les données publiées dans le *Rapport annuel 2007 : la balance des paiements et la position extérieure de la France*, le rapport des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social à la capitalisation boursière du CAC 40 s'établissait à 0,92 fin 2006 et fin 2007. Une confrontation de ces ordres de grandeur avec les données de l'enquête sur les investissements directs français à l'étranger (IDFE) montre que la règle de valorisation surestimait la valeur de marché des stocks d'IDE. En effet, les filiales non résidentes des entreprises résidentes sont très largement détenues par les groupes du CAC 40 et une hypothèse couramment admise est que ces derniers réalisent de l'ordre de 80 % de leur activité et de leur résultat à l'étranger. Sachant par ailleurs que près de 80 % des revenus d'investissements directs à l'étranger sont le fait des filiales et participations détenues par les groupes du CAC 40 et compte tenu de la décote d'illiquidité de 25 % appliquée aux investissements dans des sociétés non cotées, on estime que la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social devrait représenter de l'ordre de 70 % à 80 % de la valeur du CAC 40³. Si l'on retient cette cible, la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social était nettement surestimée dans les résultats publiés en 2008.

I | 2 Valorisation des stocks d'IDE étrangers en France par la méthode des ratios de capitalisation

Pour estimer la valeur de marché des stocks d'investissements étrangers en France en capital social dans des entreprises non cotées, on a eu recours, jusqu'en 2008, à la méthode des ratios de capitalisation. Le principe de cette méthode consiste à calculer des ratios, correspondant au rapport de la capitalisation boursière aux fonds propres (soit au rapport valeur de marché/valeur comptable), pour une population

² Pour le calcul des stocks d'investissements directs des États-Unis à l'étranger en valeur de marché, tel que l'effectue le Bureau of Economic Analysis (cf. Kozlow, 2002)

³ Soit $(0,80/0,80) \times (1 - 0,25) = 0,75$. Toutefois, l'application de la décote d'illiquidité de 25 % à l'ensemble du stock d'IDE français à l'étranger en capital social revient à considérer qu'aucune filiale étrangère n'est cotée. Or, les filiales cotées représentaient à fin 2006 et fin 2007 de l'ordre de 10 % de la valeur de marché du stock d'IDE en capital social. Au total, la cible de valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social s'établit à quelque 77 % de la valeur du CAC 40.

de référence d'entreprises cotées en Bourse. Les ratios étaient ensuite appliqués à la valeur comptable d'entreprises non cotées comparables, moyennant un abattement pour illiquidité, qui permet de tenir compte de la différence de liquidité entre les titres non cotés et les titres cotés.

Selon les conclusions du groupe de travail européen sur la valorisation des actions non cotées⁴ (WGUS, 2003), la population de référence théorique pour l'évaluation de la valeur de marché des stocks d'investissements étrangers en France devait comprendre l'ensemble des entreprises françaises cotées (soit environ 650 entreprises à fin 2007), à l'exclusion des entreprises de l'EuroStoxx 600 (70 entreprises cotées représentant 80 % de la capitalisation boursière française à fin 2007) et des entreprises ayant des fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros (environ 120 entreprises à fin 2007), afin de ne conserver dans la population de référence que les entreprises de taille intermédiaire pour lesquelles la variance sectorielle du ratio de capitalisation est la plus réduite. La population de référence devait ensuite être répartie en onze branches d'activité définies à partir de la NAF⁵, pour lesquelles devaient être calculés des ratios de capitalisation moyens pondérés à partir des comptes sociaux des entreprises et de leur capitalisation boursière, tenant compte d'une décote d'illiquidité fixe de 25 %⁶. Les ratios ainsi calculés devaient ensuite être appliqués aux stocks d'IDE étrangers en France en valeur comptable dans des entreprises non cotées, répartis suivant les mêmes branches d'activité (Durant et Massaro, 2004).

À la différence de la méthode suivie pour la valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger, la méthode des ratios de capitalisation est conforme tant aux recommandations internationales en matière de valorisation des actions non cotées dans les comptes de patrimoine⁷ qu'aux recommandations concernant la valorisation des stocks d'investissements directs⁸. Elle a été mise en œuvre suite aux recommandations du groupe de travail sur la valorisation des actions non cotées d'Eurostat, comme première étape d'un

projet visant à calculer des ratios de capitalisation sur une population paneuropéenne d'entreprises cotées. Dans les conditions prévues par le WGUS d'Eurostat, la méthode des ratios de capitalisation semble relativement robuste et n'appelle pas de critiques dirimantes.

Cependant, dans la première phase d'application aux seules données françaises, l'exclusion des plus grandes et des plus petites entreprises cotées a dû être abandonnée en raison de la taille insuffisante des populations de référence. En outre, la plupart des sociétés cotées appartenant à l'indice EuroStoxx 600 sont classées en « *holdings* » ou « *holdings financières* » dans la NAF. Le ratio de capitalisation calculé pour la branche d'activité correspondant aux « *holdings* », lorsqu'on prend en compte les plus grandes entreprises cotées, est donc calculé à partir d'une population d'entreprises dont la nomenclature n'est absolument pas représentative des activités des groupes qu'elles contrôlent. Sans retraitement du code d'activité, cette branche sectorielle rassemble en fait les plus grandes entreprises et représente l'essentiel de la capitalisation boursière (54 % à fin 2007 par exemple) de la population de référence (cf. tableau A1 en annexe).

Lors de la mise en œuvre de cette méthode au plan national, les limites évoquées ci-dessus ont été signalées. Le recours à une base paneuropéenne, objectif ultime du groupe de travail européen pour constituer la population de référence des entreprises cotées et calculer les ratios de capitalisation sectoriels, devait toutefois permettre de résoudre à terme les difficultés (Durant et Massaro, 2004).

La volonté de disposer d'une même méthode d'évaluation pour les stocks d'investissements directs dans des entreprises non cotées, qu'ils soient entrants ou sortants, et les contraintes rencontrées dans l'application de la méthode des ratios de capitalisation préconisée par le WGUS d'Eurostat sont à l'origine de la révision méthodologique mise en œuvre en 2009.

4 Les principales recommandations et conclusions du rapport du Working Group on Unquoted Shares ou WGUS sont présentées à l'adresse suivante : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-010/EN/KS-RA-09-010-EN.PDF, p. 55 et suivantes

5 La NAF (Nomenclature d'activités française) correspond à la NACE (nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne), définie à l'échelle européenne.

6 Le taux forfaitaire de 25 % de la décote d'illiquidité découle des travaux empiriques de Picart (2003), cf. glossaire.

7 Système européen de comptabilité régionale et nationale – SEC 95, paragraphes 7.54 et 7.55

8 Définition de référence des investissements directs, OCDE (2008), annexe 5, p.183-188

2| La nouvelle méthodologie d'estimation des stocks d'IDE en valeur de marché

2|1 Un cadre conceptuel et une méthode communs pour les stocks d'IDE français à l'étranger et étrangers en France

Pour estimer de façon homogène la valeur de marché des stocks d'investissements directs, français à l'étranger et étrangers en France, la nouvelle méthodologie s'appuie sur une seule méthode, celle du ratio de capitalisation. Elle présente l'intérêt de prendre en compte à la fois l'évolution des marchés financiers – la capitalisation boursière des entreprises cotées – et l'évolution réelle de la situation financière des entreprises – les capitaux propres.

2|2 Définition des populations de référence

Dans le choix des populations de référence, nous avons retenu uniquement des entreprises et groupes cotés en France. Nous nous sommes limités à la population des entreprises constituant l'indice SBF 250, population qui représente près de 95 % de la capitalisation boursière de l'ensemble des entreprises cotées en France. Pour les stocks d'IDE étrangers en France, la population de référence est constituée des entreprises du SBF 250 hors CAC 40, tandis que pour les stocks d'IDE français à l'étranger, la population de référence est constituée des entreprises entrant dans la composition de l'indice CAC 40⁹. Les raisons de ces choix sont les suivantes :

- Pour les stocks d'IDE étrangers en France, conformément aux recommandations du WGUS d'Eurostat (cf. partie 1|2), la population de référence choisie est composée des sociétés du SBF 250 hors CAC 40. En effet, ces dernières représentent 98 % de la capitalisation boursière de la population de référence théorique pour l'évaluation des stocks d'IDE étrangers en France en valeur de marché. Le choix d'une telle population de référence repose sur l'hypothèse que ces entreprises cotées de taille intermédiaire sont

comparables aux entreprises d'investissement direct résidentes non cotées.

- Pour l'évaluation des stocks d'IDE français à l'étranger, le choix des entreprises du CAC 40 comme population de référence a été motivé par la facilité d'accès aux informations permettant le calcul de ratios de capitalisation sur longue période. Nous avons également considéré que la capitalisation du CAC 40 constitue une borne supérieure de la valeur de marché du stock des investissements directs français à l'étranger en capital social. En effet, les groupes du CAC 40 détiennent une part importante des entreprises non résidentes investies et réalisent l'essentiel de leur activité à l'étranger. De surcroît, selon les résultats de l'enquête IDFE, 75 % à 80 % des revenus des investissements directs à l'étranger actuellement enregistrés dans la balance des paiements sont le fait des groupes résidents du CAC 40 (cf. tableau 1 ci-dessous). La prise en compte de ces éléments et d'une décote d'illiquidité fixe de 25 % conduit à estimer que la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social devrait représenter environ les trois quarts de la valeur du CAC 40.

Tableau 1 Part des capitaux propres (en valeur comptable) et des résultats opérationnels courants des entreprises non résidentes investies détenues par les groupes du CAC 40

	2005	2006	2007
Capitaux propres	76	74	70
Résultats	81	79	75

Sources : enquête IDFE pour les capitaux propres et les résultats opérationnels courants des entreprises non résidentes investies ; enquête Liaisons financières de l'INSEE (LiFi) pour la détermination du contour des groupes dont la tête de groupe est une société résidente du CAC 40.

2|3 L'utilisation des comptes consolidés des groupes pour le calcul des ratios de capitalisation

Les ratios de capitalisation sont calculés pour les deux populations de référence à partir de données individuelles sur les groupes cotés. Les fonds propres des groupes proviennent des comptes consolidés. De façon

⁹ Il s'agit en fait du CAC 40 augmenté de quelques entreprises, différentes selon les années, de façon à limiter les changements de population entre deux années consécutives induits par les entrées et sorties de l'indice. Les entreprises entrant dans la population de référence pour la détermination des stocks d'IDE français à l'étranger en valeur de marché sont exclues de la population de référence pour la détermination des stocks d'IDE étrangers en France en valeur de marché.

générale, les capitaux propres consolidés d'un groupe sont supérieurs aux capitaux propres issus des comptes sociaux de la maison mère. Cela tient, d'une part, à l'effet « périmètre », les comptes consolidés prenant en compte l'ensemble des filiales du périmètre de consolidation, alors que les comptes sociaux n'intègrent que les éléments liés aux filiales directes, et d'autre part à la prise en compte au cours du temps de l'ensemble des résultats des filiales du groupe, alors que les comptes sociaux de la maison mère reflètent uniquement la valeur historique des participations (cf. glossaire). Sur la population des entreprises résidentes entrant dans la composition de l'indice SBF 250, on observe ainsi un écart global de 7,5 % fin 2007 entre le montant des fonds propres provenant des comptes sociaux et celui issu des comptes consolidés. Le ratio de capitalisation médian calculé pour la même population passe de 2,74 à 2,14 suivant qu'on utilise les fonds propres issus des comptes sociaux ou des comptes consolidés.

Le choix du recours aux comptes consolidés des groupes et non aux comptes sociaux des maisons mères cotées pour le calcul du dénominateur des ratios de capitalisation (contrairement à ce qui était fait précédemment) se justifie par le fait que le numérateur des ratios de capitalisation, la capitalisation boursière, reflète davantage la valeur de marché des groupes dans leur ensemble que celle des seules maisons mères. Les ratios sont ainsi plus cohérents.

2 | 4 Une approche sectorielle fondée sur la nomenclature des marchés financiers ICB ¹⁰

S'agissant du classement sectoriel des entreprises des populations de référence, il est préférable d'utiliser un référentiel qui rende compte de l'activité principale des groupes plutôt que la NAF des entreprises cotées, parmi lesquelles les *holdings* sont surreprésentées. En particulier, notre approche est fondée sur l'utilisation de la nomenclature ICB, nomenclature d'activité utilisée par les marchés financiers, qui propose un cadre complet et détaillé pour réaliser des comparaisons sectorielles d'entreprises cotées au niveau international. Dans ce système de classification, l'activité principale de l'entreprise cotée est définie à partir de l'activité dans laquelle le groupe réalise la plus grande part de son chiffre d'affaires. Pour le calcul des ratios de

capitalisation, nous avons regroupé les secteurs d'activité en quatre grandes branches. Le détail sectoriel retenu est volontairement plus faible que dans la méthode précédente, compte tenu de la taille des populations de référence retenues (cf. tableau A2 en annexe).

Suivant la même démarche, pour réaliser la ventilation sectorielle des sociétés investies non cotées, nous avons également procédé au retraitement du code d'activité quand cela était possible, afin d'atténuer la distorsion sectorielle induite par la présence importante de *holdings* dans ces populations d'entreprises (cf. tableau A4 en annexe). Le retraitement a consisté à attribuer aux sociétés investies classées en « *holdings* » dans la NAF, le secteur ICB de leur groupe d'appartenance, lorsque celui-ci était coté. Les entreprises investies ont ensuite été classées suivant les quatre branches sectorielles définies pour le calcul des ratios de capitalisation.

2 | 5 Le choix de ratios de capitalisation sectoriels médians

Nos estimations sont basées sur les ratios de capitalisation médians des quatre grandes branches sectorielles retenues plutôt que sur des ratios moyens pondérés, les ratios médians étant moins sensibles aux valeurs extrêmes.

Les ratios ainsi calculés ont été appliqués aux sociétés investies non cotées réparties suivant les mêmes quatre grands secteurs d'activités en tenant compte d'une décote d'illiquidité de 25 %. Ne disposant pas d'une estimation plus récente que celle réalisée par Picart (2003), nous avons appliqué la même décote que celle qui était appliquée dans l'approche précédente pour toutes les années.

Les estimations des stocks d'IDE en valeur de marché pour la dernière année publiée, c'est-à-dire 2008, ont été réalisées suivant les mêmes principes, mais à partir de ratios calculés pour la population du CAC 40 seulement. Pour les stocks d'IDE français à l'étranger, les ratios de capitalisation ont donc un caractère définitif ; pour les stocks d'IDE étrangers en France, nous avons appliqué les taux de croissance observés du ratio médian par secteur entre 2007 et 2008 pour les entreprises du CAC 40 aux ratios de 2007 (calculés à partir de la population SBF 250 hors CAC 40) ¹¹.

¹⁰ Industrial Classification Benchmark

¹¹ Les données d'IDE (en valeur comptable et en valeur de marché) à fin 2008 présentées dans cet article sont provisoires. Lors de l'estimation des stocks d'IDE en valeur de marché à fin 2008, réalisée en avril 2009, les données comptables des entreprises d'investissement direct pour l'année 2008 n'étaient en effet pas encore disponibles.

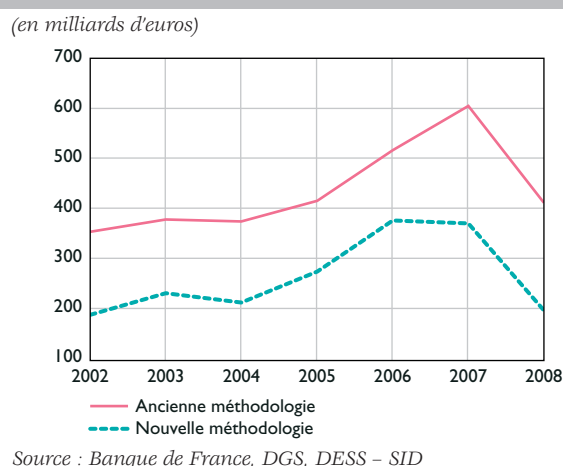
Le changement de méthodologie semble non seulement plus satisfaisant du point de vue conceptuel pour valoriser les stocks d'investissements directs entrants et sortants dans des sociétés non cotées, mais il limite l'impact des modifications des populations de référence et de la variation des ratios sectoriels sur la valeur de marché globale. La mise en œuvre de la nouvelle méthodologie pour la valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger fournit en outre une estimation qui varie suivant les années entre 60 % et 75 % de la capitalisation boursière du CAC 40, ce qui est plus proche de l'ordre de grandeur attendu.

3| Incidence du changement de méthodologie sur la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger et étrangers en France

Fin 2008, pour un stock en valeur comptable de 583 milliards d'euros, la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées s'établissait à 490 milliards d'euros selon la nouvelle méthodologie, contre 845 milliards d'après le mode d'évaluation antérieur. De leur côté, les stocks d'IDE étrangers en France en capital social dans des sociétés non cotées qui s'établissaient à 292 milliards en valeur comptable, se montaient à 269 milliards fin 2008 en valeur de marché, au lieu de 408 milliards selon la méthode d'estimation précédente. La position extérieure nette des investissements directs en valeur de marché à fin 2008, prenant en compte l'ensemble des avoirs et engagements, passe ainsi de 411 milliards à 196 milliards selon la nouvelle méthodologie (cf. graphique 1).

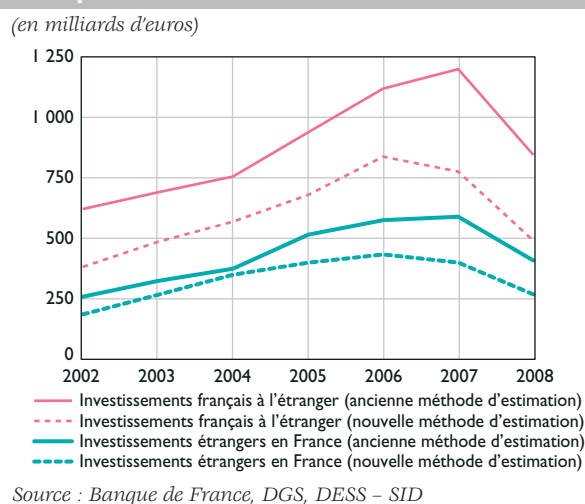
En moyenne sur la période 2002-2008 pour laquelle nous avons recalculé les valeurs de marché selon la nouvelle méthodologie l'écart par rapport aux anciennes séries atteint 278 milliards, ou 32 %, pour les stocks d'IDE français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées et 106 milliards, ou 24 %, pour les stocks étrangers. On note un fléchissement de la valeur de marché des stocks d'IDE en capital social dès la fin 2007 selon la nouvelle méthodologie, alors que selon les méthodes de valorisation précédentes, il faut attendre fin 2008 pour voir les valeurs de marché chuter (cf. graphique 2).

Graphique 1 Position nette des investissements directs en valeur de marché – tous instruments



C'est pour 2008, année de fortes turbulences boursières et financières, que l'application de la nouvelle méthodologie a l'impact le plus marqué. Cela tient au fait que le ratio de capitalisation boursière des entreprises a fortement baissé au cours de l'année 2008, s'établissant pour nombre d'entre elles à un niveau inférieur à 1 en fin d'année. Sur la population des entreprises du CAC 40, 15 entreprises avaient ainsi un ratio inférieur à 1 fin 2008. Ce phénomène *a priori* étonnant n'est pas propre aux entreprises du CAC 40 puisque plus du tiers des entreprises cotées de l'EuroStoxx 600 avaient également un ratio de capitalisation inférieur à 1 fin 2008.

Graphique 2 Valeur de marché des stocks d'IDE en capital social dans les sociétés non cotées



Annexe

Tableau A1 Ancienne méthode de valorisation des stocks d'IDE étrangers en France en capital social dans des sociétés non cotées – poids des entreprises cotées selon les 11 branches d'activités

Branches NACE (ou NAF) recommandées par le groupe de travail WGUS d'Eurostat	Population cible (a)		Population de référence (b)	
	% du stock d'IDE en valeur comptable	% du nombre d'entreprises	% de la capitalisation boursière	ratio avec décote de 25 %
1 – Informatique et télécommunications	1,3	16,2	5,7	1,4
2 – Mines et énergie	1,0	1,1	11,2	3,6
3 – Industrie	17,3	14,6	7,7	4,5
4 – Construction	0,2	0,8	0,6	7,3
5 – Commerce	9,4	7,5	0,4	2,0
6 – Hôtels restaurants, transports et communications	1,3	2,7	1,5	3,1
7 – Intermédiation financière	13,6	2,3	10,4	1,2
8 – Assurances	1,1	0,6	4,3	0,9
9 – Auxiliaires financiers	2,6	1,0	0,1	2,2
10 – Immobilier, services non financiers et autres activités	8,6	15,7	4,3	1,7
11 – Holdings	39,7	37,5	53,8	1,7
Total	100,0 (a)	100,0	100,0	1,7

(a) Ensemble des entreprises résidentes non cotées investies par des non-résidents à fin 2007 dont la valeur comptable s'élève à 273 milliards d'euros sur un total de 301 milliards (entreprises investies cotées et non cotées). Pour 3,9 % du stock, le secteur d'activité est indéterminé.

(b) Les entreprises cotées en France (près de 650) dont la valeur de marché globale s'élevait à 1 730 milliards d'euros au 31 décembre 2007

Lecture : 1,3 % du stock en valeur comptable des IDE étrangers en France en capitaux propres dans des entreprises non cotées concerne la branche « Informatique et télécommunications ». Cette branche rassemble par ailleurs 16,2 % des entreprises cotées de la population de référence, représente 5,7 % de la capitalisation boursière de ces entreprises et son ratio de capitalisation moyen pondéré, avec application de la décote de 25 %, est de 1,4.

Source : Banque de France

Tableau A2 Nouvelle méthode de valorisation des stocks d'IDE en capital social dans des sociétés non cotées – secteurs d'activités retenus et correspondance avec la nomenclature ICB

Secteurs retenus	Codes ICB sur une position
Énergie, matières premières et industrie	0 – "Oil & gaz", 1 – "Basic Materials", 2 – "Industrials", 3 – "Consumer goods", 4 – "Health care"
Commerce et services non financiers	5 – "Consumer services", 6 – "Telecommunications", 7 – "Utilities"
Services financiers	8 – "Financials"
Nouvelles technologies	9 – "Technology"

Tableau A3 Ratios sectoriels médians avec décote de 25 % appliqués aux stocks d'IDE en capitaux propres, français à l'étranger et étrangers en France

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IDE français à l'étranger							
Énergie, matières premières et industrie	1,13	1,33	1,66	1,66	2,11	1,67	1,01
Commerce et services non financiers	1,10	1,72	1,64	1,66	1,56	1,63	1,06
Services financiers	0,87	1,18	1,06	1,31	1,10	0,95	0,37
Médiane sur l'ensemble	1,10	1,35	1,38	1,62	1,64	1,47	0,90
IDE étrangers en France (prov.) (a)							
Énergie, matières premières et industrie	0,98	1,28	1,54	1,78	1,89	1,67	1,01
Commerce et services non financiers	1,24	1,49	1,55	1,58	1,58	1,44	0,94
Services financiers	0,84	0,84	1,33	1,21	1,33	0,94	0,37
Nouvelles technologies	1,11	2,01	1,96	2,46	2,24	1,84	1,11
Médiane sur l'ensemble	1,04	1,29	1,62	1,60	1,63	1,37	0,89

(a) Calculé en appliquant aux ratios de 2007 le taux de croissance observé entre 2007 et 2008 pour la population de référence des IDFE (CAC 40).

Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Ventilation sectorielle des investissements directs : la question des holdings

Tableau A4 Ventilation sectorielle des stocks d'IDE étrangers en France – impact du reclassement des holdings

(en milliards d'euros)

	2004			2005		
	NAF	Code NAF retraité (a)	Écart	NAF	Code NAF retraité (a)	Écart
Agriculture et pêche	0,4	0,4	0,0	0,5	0,5	0,0
Industries extractives	0,6	11,5	11,0	0,6	13,0	12,3
Industries manufacturières	79,4	152,1	72,7	90,1	175,1	85,0
Électricité, gaz et eau	5,7	5,8	0,1	2,6	2,8	0,2
Construction	1,0	1,1	0,0	1,6	1,6	0,0
Commerce et réparations	34,6	47,1	12,6	38,4	49,6	11,2
Hôtels et restaurants	1,6	2,0	0,4	1,5	2,2	0,7
Transport et télécommunications	10,0	22,4	12,3	12,0	23,6	11,6
Intermédiation financière	83,4	73,3	- 10,1	91,2	81,8	- 9,4
Immobilier et services aux entreprises (holdings ...)	247,8	140,0	- 107,7	288,0	167,4	- 120,6
Autres services	2,9	11,7	8,8	2,6	11,5	8,9
Montants non ventilés	3,8	3,8	0,0	3,2	3,2	0,0
Total	471,2	471,2	0,0	532,3	532,3	0,0

(a) Le champ comprend ici à la fois les investissements directs en capitaux propres étrangers en France et les prêts. Le retraitement consiste à remplacer, seulement lorsque l'entreprise investie est classée en holding dans la NAF, son code d'activité par le secteur ICB de son groupe d'appartenance quand celui-ci est coté. Dans tous les autres cas, on conserve l'information sectorielle initiale.

Lecture : La ventilation sectorielle des stocks d'investissements directs est réalisée à partir de la NAF. Cette ventilation sectorielle est toutefois peu pertinente, en raison du poids prépondérant du secteur des « holdings », qui tient à ce que les groupes internationaux regroupent généralement tout ou partie de leurs filiales et participations sous le contrôle de sociétés holdings. Pour éliminer, au moins en partie, ce biais, les sociétés holdings sont reclassées selon le secteur économique ICB de leur tête de groupe, quand celle-ci est cotée, dans les stocks d'investissements directs par secteur d'activité depuis 2004 diffusés dans le cadre du rapport annuel de la balance des paiements. L'impact de ce reclassement est significatif, en particulier pour l'industrie manufacturière.

Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Tableau A5 Valeur de marché des stocks d'investissements directs étrangers en capital social

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Investissements français à l'étranger							
Entreprises cotées	40	48	54	74	104	133	54
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	621	690	755	938	1 119	1 200	845
Nouvelle méthode d'estimation	382	486	569	680	838	776	490
Investissements étrangers en France							
Entreprises cotées	33	23	30	54	72	63	34
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	258	324	374	515	575	589	408
Nouvelle méthode d'estimation	185	267	349	399	433	400	269
Position nette							
Entreprises cotées	7	25	24	20	32	70	20
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	362	366	381	423	544	611	437
Nouvelle méthode d'estimation	197	219	219	281	404	376	222
Position nette des investissements directs en valeur de marché							
Tous instruments – ancienne méthode	353	378	374	415	516	605	411
Tous instruments – nouvelle méthode	187	230	212	273	376	370	196
Capitalisation boursière du CAC 40	682	772	819	1 089	1 326	1 418	809

Note : La capitalisation boursière du CAC 40 provient de fichiers transmis par Nyse-Euronext sur les cours de clôture et le nombre d'actions au 31 décembre de chaque année.

Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Glossaire ¹

Capitalisation boursière : la capitalisation boursière d'une société est la valeur de marché de ses capitaux propres. Elle est égale au nombre d'actions composant le capital de la société multiplié par le cours de l'action en Bourse à une date donnée.

Capitaux propres : les capitaux propres d'une entreprise sont constitués des ressources apportées par les associés ou les actionnaires (capital social) et des profits dégagés par l'activité de l'entreprise (réserves et résultat). Figurant dans la partie haute du passif du bilan, ils constituent des ressources stables pour l'entreprise et correspondent à la valeur comptable de l'entreprise.

Comptes consolidés : les comptes consolidés, établis au niveau d'un groupe d'entreprises, sont évalués en normes comptables IFRS dans lesquelles les actifs devraient être valorisés à leur « juste valeur », c'est-à-dire à leur valeur de remplacement. Toutefois, bien que cette norme d'évaluation doive théoriquement rapprocher la valeur comptable de la valeur de marché, des écarts parfois importants subsistent entre ces deux valorisations, écarts qui tiennent à la difficile évaluation de certains actifs, notamment les actifs immatériels, et au fait que les marchés procèdent à leur propre évaluation des sociétés ². Par ailleurs, les comptes consolidés font également apparaître un « goodwill » ou « écart d'acquisition », différence entre les actifs (en valeur de marché) au bilan de la société achetée et sa valeur d'acquisition.

Comptes sociaux : les entreprises résidentes doivent établir des comptes sociaux (bilan, compte de résultat) selon les normes comptables françaises, dans lesquels les actifs et passifs sont enregistrés à leur coût historique.

Décote d'illiquidité : le risque financier, « est le risque de ne pouvoir vendre à son prix un titre financier. Il peut se traduire, soit par une impossibilité effective de le vendre, soit par une décote dite d'illiquidité » (lexique financier du *manuel de finance d'entreprise* Pierre Vernimmen). Ainsi se justifie l'existence d'un différentiel de valeur, toutes choses égales par ailleurs, entre les actions d'une entreprise cotée et les actions d'une entreprise non cotée. Le Système européen de comptabilité régionale et nationale – SEC 95 – recommande de tenir compte d'une telle décote (cf. paragraphe 7.54) pour l'évaluation en valeur de marché des actions non cotées.

Entreprise d'investissement direct ou entreprise investie : entreprise résidente d'une économie, dans laquelle un investisseur résident d'une autre économie – l'investisseur direct – détient directement ou indirectement au moins 10 % du capital social ou des droits de vote.

Indice CAC 40 : il s'agit du principal indice boursier de la place de Paris. Les entreprises dont les actions entrent dans la composition de l'indice CAC 40 sont représentatives des différentes branches d'activités de sorte que l'évolution de l'indice synthétise en principe les perspectives économiques et financières de l'ensemble des grandes entreprises françaises. La liste des actions entrant dans la composition de l'indice CAC 40 est régulièrement revue pour en maintenir la représentativité.

Indice EuroStoxx 600 : il s'agit d'un indice boursier composé d'actions des 600 plus grandes sociétés européennes. Il concerne des sociétés aux capitalisations élevées cotées dans l'un des pays suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni et Suisse.

¹ Des éléments complémentaires sur la méthodologie internationale de la balance des paiements et des investissements directs pourront être trouvés dans les manuels de référence du FMI (2008) et de l'OCDE (2008). Sur les sources et méthodes propres à la France, on pourra consulter le site internet de la Banque de France (à l'adresse http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/methodologie_bdp.htm) ou l'encadré des pages 2 à 4 dans Nivat et Terrien (2009).

² Cf. Ricol, Lasteyrie et associés (2009). Cette étude montre notamment que la mise en place des normes IFRS n'a pas permis de réconcilier valeur de marché et valeur comptable et que les marchés procèdent toujours à leur propre évaluation des sociétés, qui se révèle en période de crise comme en période de croissance parfois très différente de la valeur intrinsèque de l'entreprise (montant de ses fonds propres) établie par les comptes.

Indice SBF 250 : l'indice SBF 250 est l'indice le plus large de la Bourse de Paris. Composé de 250 valeurs (les 120 du SBF 120 plus 130 autres) inscrites aux premier et second marchés, il se veut représentatif de l'ensemble de l'économie française.

Investisseur direct : un investisseur direct est une entité résidente dans une économie qui a acquis directement ou indirectement au moins 10 % du capital ou des droits de vote d'une entreprise résidant dans une autre économie. Un investisseur direct détient une entreprise d'investissement direct opérant dans un autre pays que l'économie de résidence de l'investisseur direct.

Méthode du ratio de capitalisation (appelée encore « méthode des comparables » ou « Price to Book ratio – PBR ») : méthode de valorisation d'une société dont les actions ne sont pas cotées en Bourse. Elle s'appuie sur l'hypothèse que deux sociétés équivalentes (de même taille et appartenant au même secteur) doivent avoir le même facteur de valorisation (soit le ratio capitalisation boursière/capitaux propres), calculé pour les seules entreprises cotées et appliqué ensuite aux entreprises non cotées, en l'ajustant à la baisse pour tenir compte de la moindre liquidité des titres non cotés.

Position extérieure : c'est un document statistique qui recense à dates fixes les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'extérieur, classés selon les mêmes règles que les flux du compte financier de la balance des paiements et évalués en principe à leur valeur de marché.

Report à nouveau : le report à nouveau est un cumul des bénéfices des années antérieures non distribués et non affectés en réserves. Que le résultat de l'exercice soit bénéficiaire (bénéfice) ou déficitaire (perte), il est reporté dans les capitaux propres au passif du bilan de l'entreprise.

Réserves : les réserves regroupent les bénéfices des années antérieures réinvestis dans l'entreprise qui n'ont pas été distribués aux associés ou aux actionnaires.

Valeur comptable : ce terme renvoie aux capitaux propres inscrits au passif du bilan des entreprises (« comptes sociaux ») ou des groupes (« comptes consolidés »), établis selon des règles comptables et des normes d'enregistrement différentes. La valeur comptable des stocks d'investissements directs, à laquelle il est fréquemment fait référence dans cet article, correspond au montant des capitaux propres enregistrés au passif du bilan des entreprises investies multiplié par la quote-part du capital social des entreprises investies détenue par les investisseurs directs.

Valeur de marché : il s'agit de la base conceptuelle de référence pour évaluer les transactions et les positions d'investissements directs. Elle fournit une indication sur la valeur courante des participations, permettant ainsi de pouvoir comparer la valeur d'actifs de différentes générations. Cette base de référence permet aussi de comparer de manière cohérente les flux et les stocks.

Bibliographie

Banque centrale européenne et Eurostat (2004)

"Report of the task force on foreign direct investment", mars, téléchargeable sur <http://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdf/diteg1a-bp.pdf>

Banque de France (2009)

Rapport annuel 2008 : la balance des paiements et la position extérieure de la France, juin, téléchargeable sur http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telnomot/bdp/rap_2008/rap_2008.pdf

Boonstra (W.) (2008)

"National savings and the international investment position: what does the current account tell us?", Zb. rad. Ekon. fak. Rij., vol. 26, sv. 1, p. 9-40, téléchargeable sur <http://hrcak.srce.hr/file/38568>

Bonnot de Condillac (É.) (1776)

« Le commerce et le gouvernement considérés relativement l'un à l'autre », Amsterdam, téléchargeable sur <http://books.google.com/books?id=GKcGAAAAQAAJ>

Durant (D.) et Massaro (R.) (2004)

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 124, avril, téléchargeable sur http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_124_etu_2.pdf

Eurostat (2003)

"Report of the working group on unquoted shares", mai. Les principales recommandations et conclusions de ce rapport sont présentées dans *Manual on sources and methods for the compilation of ESA 95 financial accounts*, (2009), p. 55 et suivantes ; téléchargeable sur http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-010/EN/KS-RA-09-010-EN.PDF

FMI (1993)

Manuel de la balance des paiements, 5^e édition

FMI (2008)

Manuel de la balance des paiements, 6^e édition (projet), téléchargeable sur <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf>

Kozlow (R.) (2002)

"Valuing the direct investment position in US economic accounts", note préparée pour le 15^e meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, octobre, téléchargeable sur <http://bea.gov/papers/pdf/Kozlow-Val.pdf>

Kumah (E.), Damgaard (J.) et Elkjaer (T.) (2009)

"Valuation of unlisted direct investment equity", FMI, Working Paper 09/242, novembre, téléchargeable sur <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23387.0>

Nivat (D.) et Terrien (B.) (2009)

« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3^e trimestre, téléchargeable sur http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_4.pdf

OCDE (2008)

« Définition de référence des investissements directs internationaux », 4^e édition, avril, téléchargeable sur <http://www.oecd.org/dataoecd/39/45/40632182.pdf>

Picart (C.) (2003)

« L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées », *Économie et Statistiques*, n° 366, décembre, téléchargeable sur http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&id=1198

Ricol, Lasteyrie et associés (2009)

Profil financier du CAC 40, présentation du 23 juin 2009

Simart (E.) (2007)

« Valeur au marché de la position d'investissement direct étranger », document méthodologique, Statistique Canada, mai, téléchargeable sur <http://www.statcan.gc.ca/pub/13-605-x/13-605-x2006002-fra.htm>

Wyatt (M.) (2004)

« L'évaluation selon la méthode des comparables, *Échanges*, dossier « Évaluation et négociation d'entreprises », juin, téléchargeable sur http://www.sfev.org/public/Articles/pdf3_Wyatt.pdf